

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**JOEL DA SILVA GOUVEIA JUNIOR**

**MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2011 A 2020:  
UMA ABORDAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA**

**Rio de Janeiro - RJ**

**2022**

**JOEL DA SILVA GOUVEIA JUNIOR**

**MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2011 A 2020:  
UMA ABORDAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Faculdade de Administração e Ciências Contábeis  
da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como  
parte dos requisitos necessários à obtenção do grau  
de bacharel em Ciências Contábeis

Orientador: Prof. Joseph David B. V. de Deus

**Rio de Janeiro - RJ**

**2022**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por ter me concedido saúde e me capacitado para chegar até aqui.

À minha família por todo o cuidado desde que nasci, por todos os valores e ensinamentos passados e todos os momentos vivenciados.

Aos meus colegas de trabalho por acreditarem em mim e todo o conhecimento passado.

À minha namorada, Jéssica Andrade, por todo o incentivo e colaboração.

Ao meu orientador, Joseph David, por todas as contribuições na elaboração deste trabalho.

## RESUMO

As sociedades de capitalização são companhias reguladas pela SUSEP e responsáveis pela comercialização de títulos de capitalização. Tais empresas movimentam valores significativos na economia brasileira, somente em 2020 foram distribuídos mais de R\$ 1 bilhão em pagamentos de sorteios. Dado a relevância deste mercado e a escassez de trabalho na área, este estudo tem como objetivo realizar uma análise econômico-financeira do segmento considerando o período entre 2011 e 2020. A metodologia utilizada, além de levantar dados econômicos de todo o mercado e das diferentes modalidades de títulos de capitalização, focou na análise por indicadores econômico-financeiros das seis principais empresas do setor, considerando, indicadores de liquidez, estrutura de capital, custos e rentabilidade. A partir dos resultados apurados foi constatado que: ao longo dos 10 anos as receitas e provisões técnicas do mercado de capitalização não tiveram oscilações muito acentuadas, alternando principalmente entre tendências de crescimento e estabilidade; também foi observada uma significativa tendência de crescimento das receitas dos títulos das modalidades instrumento de garantia e filantropia premiável advindas da adoção do novo marco regulatório em 2018. O resultado dos indicadores elucidou algumas características econômico-financeiras predominantes das empresas de capitalização, como uma massiva participação de capital de terceiros em suas estruturas de capital e alto grau de dependência do resultado financeiro; adicionalmente, também foi constatada uma alta correlação positiva entre a obtenção de receitas financeiras destas sociedades com a variação da taxa SELIC.

**Palavras-chave:** Indicadores Econômico-Financeiros; SUSEP, Sociedades de Capitalização; Títulos de Capitalização.

## **ABSTRACT**

Capitalization companies are regulated by SUSEP and are responsible for the sale of capitalization bonds. These companies move significant amounts in the Brazilian economy, only in 2020, more than R\$ 1 billion were distributed in raffle payments. For its relevance in financial market and scarce studies in this area, this study aims to carry out an economic-financial analysis of the segment considering the period between 2011 and 2020. The methodology used, in addition to raising economic data from the entire market and from different types of capitalization bonds, has its focus on the analysis by financial ratios of the six main companies in the sector, considering liquidity ratios, capital structure, costs and profitability. From the results obtained, it was found that: over the 10 years the revenues and technical provisions of the capitalization market did not have very sharp oscillations, alternating mainly between trends of growth and stability; a significant growth trend was also observed in the revenues with bonds of the modalities instruments of guarantee and award-winning philanthropy arising from the adoption of the new regulatory framework in 2018. The result of the ratios elucidated some of the predominant economic and financial characteristics of capitalization companies, such as a massive participation of third-party capital in their capital structures and a high degree of dependence on the financial result; additionally, a high positive correlation was found between obtaining financial income from these companies with the variation of the SELIC rate.

**Keywords:** Financial Ratios; SUSEP, Capitalization companies; Capitalization bonds.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Esquema de um Título de Capitalização Tradicional .....	9
Figura 2 - Sistema Nacional de Seguros Privados.....	12
Figura 3 - Fluxograma do Recebimento as Provisões Técnicas (Sem PCS, PDB e PDA). ....	15
Figura 4 – Fluxograma da Baixa da PR e da PSP. ....	16

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Limites de Alocação por Modalidade para cada Segmento. ....	17
Quadro 2 - Limites de Alocação na Modalidade Renda Fixa.....	18
Quadro 3 - Limites de Alocação por Emissor. ....	18

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 - Receitas com Títulos de Capitalização e Provisões Técnicas (R\$ Milhões). .....	26
Gráfico 2 - Receitas por Modalidade (R\$ Milhões). .....	28
Gráfico 3 - Pagamento de Sorteios por Modalidade (R\$ Milhões). .....	29
Gráfico 4 - Arrecadação bruta das seis maiores sociedades de capitalização (R\$ Milhões)....	30
Gráfico 5 - Provisões Técnicas das seis maiores sociedades de capitalização (R\$ Milhões). .	31
Gráfico 6 - Retorno das Aplicações x Variação da Taxa SELIC. ....	41
Gráfico 7 - Percentuais de Alocação de Ativos.....	43

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Provisões técnicas em dez/2020 e part. em relação ao mercado. ....	24
Tabela 2 - Índices de Liquidez Corrente. ....	32
Tabela 3 - Índices de Liquidez Total. ....	32
Tabela 4 - Aplicações Financeiras e Provisões Técnicas no Balanço Patrimonial. ....	33
Tabela 5 - Prazos de vencimentos das aplicações financeiras e provisões técnicas. ....	33
Tabela 6 - Ativo da Cia. Itaú de Capitalização de 2011 a 2020. ....	34
Tabela 7 - Capital de Terceiros x Capital Próprio. ....	35
Tabela 8 - Grau de Endividamento. ....	35
Tabela 9 - Índice de Resultado com Sorteios. ....	36
Tabela 10 - Índice de Custo de Aquisição. ....	36
Tabela 11 - Índice de Outras Receitas e Despesas Operacionais. ....	36
Tabela 12 - Índice de Despesas Administrativas. ....	36
Tabela 13 - Índice de Custos com Capitalização. ....	37
Tabela 14 - Média e Coeficiente de Variação dos Índices de Custos. ....	37
Tabela 15 - Nota Explicativa Outras Receitas e Despesas Operacionais. ....	38
Tabela 16 - Média e CV do IORDO e IDC (excluindo a Santander Capitalização). ....	38
Tabela 17 - Retorno dos Investimentos (ROA). ....	39
Tabela 18 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). ....	40
Tabela 19 - Índice de Grau de Dependência Financeira. ....	40
Tabela 20 - Retorno das Aplicações. ....	40
Tabela 21 - Percentuais de Alocação de Ativos. ....	42

## SUMÁRIO

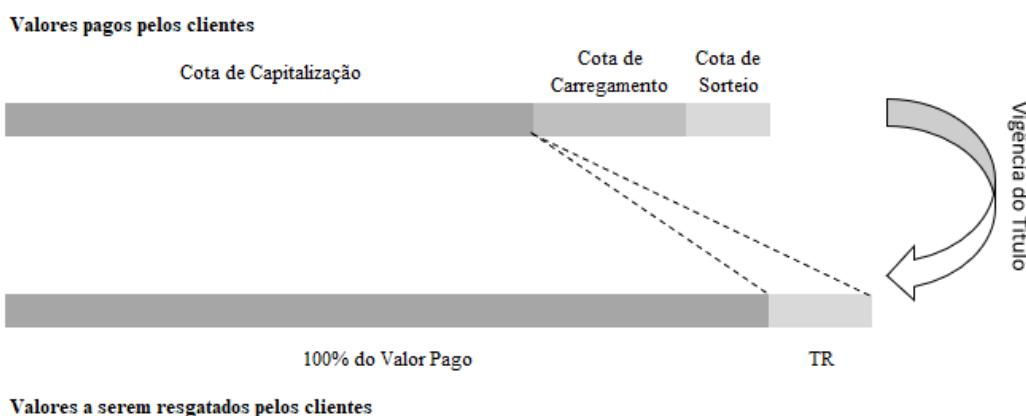
<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
2.1	REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO .....	11
2.2	MODALIDADES DOS TÍTULOS DE CAPITALIZAÇÃO .....	12
2.3	PROVISÕES TÉCNICAS E ATIVOS GARANTIDORES .....	14
2.3.1	Provisões Técnicas.....	14
2.3.2	Ativos Garantidores .....	16
2.4	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA .....	19
2.4.1	Índices de Liquidez .....	19
2.4.2	Índices de Estrutura de Capital .....	20
2.4.3	Índices de Custos .....	20
2.4.4	Índices de Rentabilidade.....	22
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>24</b>
<b>4</b>	<b>APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>26</b>
4.1	PANORAMA DO MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO.....	26
4.1.1	Receitas anuais e nível das provisões técnicas do mercado de capitalização.....	26
4.1.2	Receitas e pagamentos de sorteios por modalidade de título de capitalização .....	27
4.2	INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS .....	30
4.2.1	Contexto das sociedades .....	30
4.2.2	Índices de Liquidez .....	32
4.2.3	Índices de Estrutura de Capital .....	34
4.2.4	Índices de Custos.....	35
4.2.5	Índices de Rentabilidade.....	39
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>44</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>45</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A capitalização é um mercado tradicional no Brasil, onde a regulação em âmbito federal tem início junto ao Decreto n.º 22.456, as sociedades de capitalização são aquelas que comercializam títulos de capitalização, produtos em que os valores pagos pelo subscritor, adquirente do título e o responsável pelo pagamento das contribuições, são usados para formar um montante que será pago no final da vigência do título ao titular, pessoa física ou jurídica detentora dos direitos advindos do título de capitalização, sendo parte destes valores utilizada no custeamento de sorteios e despesas administrativas das sociedades de capitalização (BRASIL, 1933).

A capitalização não deve ser considerada um tipo de investimento, pois seus produtos não têm como objetivo final proporcionar rentabilidade aos clientes, sendo um instrumento de disciplina financeira que, em simultâneo, proporciona aos titulares a possibilidade de contemplação em sorteios, sendo os valores de resgate geralmente atualizados pela Taxa Referencial (FENACAP, 2020).

**Figura 1 - Esquema de um Título de Capitalização Tradicional.**



Fonte: Elaboração Própria.

Cabe destacar que, segundo dados do Sistema de Estatísticas da SUSEP (SES), no final de 2020, o mercado possuía em estoque mais de 1,2 bilhões de títulos ativos, distribuindo cerca de R\$ 1,1 bilhão em pagamentos de sorteios neste mesmo exercício (SUSEP, 2023).

Embora o mercado de capitalização movimente altos valores e tenha uma grande base de clientes, as tradicionais empresas seguradoras ainda são o grande foco da elaboração de estudos acadêmicos com o levantamento de dados econômico-financeiros ao considerar o macro segmento composto pelas empresas seguradoras, as sociedades de capitalização e as entidades de previdência complementar, entretanto, o mercado de capitalização possui muitas peculiaridades que o diferenciam do tradicional mercado de seguros e por esse motivo deve ser fruto de uma análise específica.

Considerando o problema exposto, esta monografia tem por objetivo dispor a partir de uma ótica econômico-financeira acerca do desempenho geral do mercado de capitalização no período de 2011 a 2020, acerca das principais características do modelo de negócio das sociedades de capitalização e verificar a partir de teste de hipótese como a variação da taxa SELIC impacta os retornos desse mercado.

Este estudo se faz relevante à medida que na literatura a respeito do mercado de capitalização no Brasil encontram-se poucos trabalhos realizados, abordando principalmente dados numéricos das empresas que operam nesse mercado. O grande diferencial que este estudo traz é a análise econômico-financeira das seis maiores empresas de capitalização que respondiam por aproximadamente 90% das provisões técnicas do mercado no período analisado.

A metodologia adotada trabalha a exposição de dados econômico-financeiros do mercado obtidos junto a Federação Nacional de Capitalização (FENACAP), ao SES e as demonstrações financeiras das seis maiores companhias do setor, assim como o cálculo de indicadores econômico-financeiros analisados com o auxílio de estatística descritiva.

Este estudo está organizado em cinco seções. Além desta introdução, o trabalho tem seu referencial teórico apresentado no capítulo 2. O capítulo 3 é destinado à metodologia e a descrição dos indicadores que serão utilizados nesse trabalho. O capítulo 4 traz os resultados. E, por fim, o capítulo 5 traz as conclusões.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico será apresentado em quatro seções, a primeira aborda o tema da regulação do mercado de capitalização, a segunda as modalidades de títulos de capitalização existentes, a terceira dispõe acerca das provisões técnicas e ativos garantidores, e a última sobre a análise econômico-financeira a partir do uso de indicadores.

A principal fonte de insumo desta revisão de literatura é o próprio arcabouço legal que envolve o mercado de capitalização. Uma vez que se trata de um setor bastante regulado, não é possível dissociar uma abordagem econômico-financeira dessa parte regulatória, entretanto outros trabalhos acadêmicos também compõem pontos do referencial teórico, como exemplo a tese acerca da regulação no mercado de seguros de Rodrigues (2008) e a obra acerca da contabilidade de seguros de Malacrida, Lima e Costa (2018).

Vale ressaltar que a literatura específica em âmbito nacional sobre capitalização é bastante escassa, foram encontrados somente alguns trabalhos como por exemplo os de Herrera (2018) e Aquino (2007) que abordam questões comportamentais dos adquirentes de títulos de capitalização, o de Santos, Mendes-da-Silva e Gonzalez (2018) com um viés crítico acerca dos títulos de capitalização e o de Vieira (2003) que aborda questões de marketing relacionadas à venda de títulos de capitalização.

Tal escassez na literatura reforça a importância deste trabalho pois o foco nas sociedades de capitalização assim como nos aspectos econômico-financeiros que caracterizam as companhias desse mercado são linhas não usualmente exploradas no meio acadêmico.

### 2.1 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO

Conforme o disposto no Decreto-lei nº. 261 as sociedades de capitalização são regidas no âmbito normativo pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) enquanto no âmbito executivo atua a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), que fiscaliza a constituição, organização, funcionamento e operação destas sociedades (BRASIL, 1967).

Tanto o CNSP quanto a SUSEP fazem parte do Sistema Nacional de Seguros Privados (SNSP) instituído através art. 8º do Decreto-lei n.º 73, de acordo com Rodrigues (2008, p. 78)

“considerando todas as alterações já realizadas em sua versão original, pode-se dizer que o mercado brasileiro de seguros ainda se rege por esse Decreto-lei” (BRASIL, 1966).

Conforme SUSEP (2022a) em sua Resolução CNSP n.º 449, é possível destacar três principais objetivos da regulação aplicada ao mercado de capitalização, são eles:

- i. Proteger a captação da poupança popular que se efetua por meio das operações de capitalização e zelar pela defesa dos direitos dos detentores de títulos de capitalização.
- ii. Promover o desenvolvimento e concorrência no mercado de capitalização.
- iii. Garantir a estabilidade do mercado de capitalização, zelando pela liquidez e solvência das supervisionadas, assim como disciplinando e acompanhando os investimentos de tais entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas.

A figura 2 esquematiza a estrutura do SNSP:

**Figura 2 - Sistema Nacional de Seguros Privados.**



Fonte: CNSEG (2022).

## 2.2 MODALIDADES DOS TÍTULOS DE CAPITALIZAÇÃO

A Resolução CNSP nº. 384 dispõe acerca das modalidades dos títulos de capitalização, sendo elas (SUSEP, 2020):

I - Tradicional;

II - Popular

III - Incentivo

IV - Compra-Programada

V - Instrumento de Garantia

VI - Filantropia Premiável

Cabe ressaltar que as modalidades instrumento de garantia e filantropia premiável são mais recentes que as demais, uma vez que foram regulamentadas no mercado pela Circular SUSEP n.º 569, que segundo Gomes (2019, p. 29) “ficou conhecida como **novo marco regulatório** para os títulos de capitalização”, as demais modalidades já eram abrangidas pela Circular SUSEP n.º 365 antes do novo marco regulatório (SUSEP, 2008, 2018a).

Segundo a Resolução CNSP n.º 384, a modalidade tradicional tem como propósito restituir ao titular pelo menos o valor total das contribuições pagas pelo subscritor ao final do prazo de vigência do título, enquanto a modalidade popular foca na participação de sorteios sem a devolução integral do valor pago (SUSEP, 2020).

De acordo com a Resolução CNSP n.º 384 “a modalidade incentivo tem por objetivo a vinculação a um evento promocional de caráter comercial instituído pelo subscritor para alavancar a venda de seu(s) produto(s) ou serviços, ou para fidelizar seus clientes” sendo permitida somente a cessão do direito de sorteio pelo subscritor (SUSEP, 2020, art. 42).

A Resolução dispõe acerca da modalidade compra-programada conforme abaixo:

A modalidade compra-programada garante ao titular, ao final da vigência, o recebimento do valor de resgate em moeda corrente nacional, sendo disponibilizada ao titular a faculdade de optar, se este assim desejar e sem qualquer outro custo, pelo recebimento do bem e/ou serviço referenciado no título, subsidiado por acordos comerciais celebrados com indústrias, atacadistas, empresas comerciais ou prestadores de serviço (SUSEP, 2020, art. 34).

Conforme Resolução CNSP n.º 384 a modalidade instrumento de garantia “tem por objetivo propiciar que a provisão matemática para capitalização do título seja utilizada para assegurar o cumprimento de obrigação assumida em contrato principal pelo titular perante

terceiro”, enquanto a modalidade filantropia premiável permite ao subscritor a cessão do seu direito de resgate a entidades benficiaentes de assistências sociais (SUSEP, 2020, art. 32).

## 2.3 PROVISÕES TÉCNICAS E ATIVOS GARANTIDORES

Esta seção será dividida em duas partes, a primeira abordando as provisões técnicas e a segunda os ativos garantidores.

### 2.3.1 Provisões Técnicas

A maior parte dos valores recebidos pelas sociedades de capitalização com a venda dos títulos vão para o passivo da organização, contabilizados em contas chamadas de provisões técnicas, tais contas servem de garantia para o cumprimento das obrigações da sociedade, devendo “ser lastreadas por ativos garantidores” (RODRIGUES, 2008, p. 87).

A SUSEP (2021a) por meio da Circular SUSEP n.º 648<sup>1</sup> determina as provisões técnicas que deverão ser constituídas mensalmente pelas sociedades de capitalização, sendo elas:

- I - Provisão Matemática para Capitalização (PMC);
- II - Provisão para Resgate (PR);
- III - Provisão para Sorteios a Realizar (PSR);
- IV - Provisão para Sorteios a Pagar (PSP); e
- V - Provisão Complementar de Sorteios (PCS);
- VI - Provisão para Distribuição de Bônus (PDB); e
- VII - Provisão para Despesas Administrativas (PDA).

Segundo o Manual de Práticas e Procedimentos Contábeis do Mercado Segurador de 2021 disponibilizado pela SUSEP a PMC deverá ser constituída para cobertura dos valores garantidos para resgate ao titular, na ocorrência do evento gerador do resgate o valor

---

<sup>1</sup> Revogou a Circular SUSEP n.º 517/2015 que abordava sobre as provisões técnicas das sociedades de capitalização.

correspondente deverá ser baixado da PMC e transferido para PR, ressalta-se que, conforme o parágrafo primeiro do art. 16º da Circular SUSEP n.º 656, em casos de resgate antecipado, é permitida a aplicação de **penalidade** de até 10% do capital constituído (SUSEP, 2022b).

A constituição da PSR deve ser feita para cobertura dos valores relativos aos sorteios ainda não realizados, quando da realização do sorteio e contemplação do cliente o valor correspondente deverá ser baixado da PSR e constituir a PSP enquanto a “PCS deve ser constituída para complementar a PSR com o objetivo de cobrir eventuais insuficiências relacionadas aos valores esperados dos sorteios a realizar” (SUSEP, 2021b, p. 138).

A constituição da PDB tem como objetivo a cobertura dos valores referentes ao pagamento de bônus definidos em contratos de capitalização, enquanto a “PDA deverá ser constituída para a cobertura dos valores esperados das despesas administrativas dos planos de capitalização” (SUSEP, 2021b, p. 137).

O fluxograma a seguir ilustra de maneira simplificada o processo da formação do capital da PMC, PSR, PR e PSP:

**Figura 3 - Fluxograma do Recebimento as Provisões Técnicas (Sem PCS, PDB e PDA).**



Fonte: Elaboração própria inspirada no Manual de Práticas e Procedimentos Contábeis do Mercado Segurador (SUSEP, 2021b).

De forma geral, conforme o Manual da SUSEP (2021b), o fato gerador da baixa da PR e da PSP, é a liquidação financeira decorrente de pagamento de resgate ou sorteio, entretanto nos termos do Código Civil (2002, art. 206), prescreve, em 5 anos, “a pretensão de cobrança de dívidas líquidas constantes de instrumento público ou particular”, o que configura a possibilidade de **baixa por prescrição de exigibilidade** de um título de capitalização, tal fluxo é demonstrado na figura abaixo:

**Figura 4 – Fluxograma da Baixa da PR e da PSP.**



Fonte: Elaboração própria inspirada no Manual de Práticas e Procedimentos Contábeis do Mercado Segurador (SUSEP, 2021b).

Conforme as disposições da Circular SUSEP n.º 656 incidem **atualização monetária e juros** sobre a PMC assim como sobre os pagamentos de resgates e sorteios realizados, o normativo cita a utilização Taxa Referencial (TR) como índice de atualização da provisão matemática para capitalização assim como uma taxa de juros mensal mínima de 0,35% exceto para os títulos das modalidades popular, incentivo e filantropia premiável aonde a taxa de juros mensal mínima será de 0,16% (SUSEP, 2022b).

### 2.3.2 Ativos Garantidores

A cobertura das provisões técnicas é feita mediante a alocação de ativos como sua garantia, são aceitos como ativos garantidores os recursos que apresentam condições de liquidez, solvência, rentabilidade e segurança (MALACRIDA; LIMA; COSTA, 2018).

A Circular SUSEP 648<sup>2</sup> determina que deverão ser registrados junto ao órgão os ativos garantidores das provisões técnicas, devendo estes ser “livres e desembaraçados de ônus, gravames judiciais ou extrajudiciais de qualquer natureza”, além disso os ativos não poderão ser alienados sem prévia e expressa autorização da Autarquia (SUSEP, 2021, art. 84).

<sup>2</sup> Revogou a Circular SUSEP n.º 517/2015 que abordava acerca dos ativos garantidores..

Conforme o disposto pelo Decreto-lei n.º 73 a aplicação dos recursos das reservas técnicas seguirá as diretrizes do Conselho Monetário Nacional (CMN), no que tange as sociedades de capitalização o BACEN (2022) por meio da Resolução CMN n.º 4.993<sup>3</sup> estabelece os limites de alocação dos recursos das provisões técnicas por modalidade para cada segmento, os percentuais definidos pelo órgão podem ser observados no quadro abaixo (BRASIL, 1966):

**Quadro 1 - Limites de Alocação por Modalidade para cada Segmento.**

Modalidade	Limite de Alocação (%)
Renda Fixa	100
Renda Variável	49
Imóveis	20
Câmbio	10
Outros	20

Fonte: Resolução CMN n.º 4.993/2022 (Adaptado pelo autor).

Segundo Malacrida, Lima e Costa (2018, p. 111) “o CMN privilegia os títulos públicos na lista de ativos que são aceitos para a garantia das provisões técnicas”, o BACEN (2022) por meio da Resolução CMN n.º 4.993 dispõe os limites de alocação em ativos de renda fixa, sendo descritos no quadro abaixo:

---

<sup>3</sup> Revogou a Resolução CMN n.º 4.444/2015 que disciplinava sobre os limites de alocação dos ativos garantidores.

**Quadro 2 - Limites de Alocação na Modalidade Renda Fixa.**

	<b>Ativo de Renda Fixa</b>	<b>Limite de Alocação (%)</b>
I	Títulos da Dívida Mobiliária Pública Federal Interna; Crédito securitizados pela STN; FI e FICFI compostos exclusivamente por títulos da DMPF interna e/ou créditos securitizados pela STN	100
II	Valores mobiliários ou outros ativos financeiros de RF emitidos por Cia. Aberta cuja oferta pública tenha sido registrada na CVM ou que tenha sido objeto de dispensa; Debêntures de infraestrutura emitidas por SPE na forma disposta no art. 2º da Lei nº 12.431 (...)	75
III	Obrigações ou coobrigações de instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BACEN; FI constituídos sob a forma de condomínio aberto, cuja carteira tenha como principal fator de risco a variação da taxa de juros doméstica, ou de índice de preços ou ambos, ou FICFI de RF, conforme regulamentação estabelecida pela CVM; Fundos de Índice de RF negociados em bolsa regulamentados pela CVM	50
IV	Valores mobiliários ou outros ativos financeiros de renda fixa cuja oferta pública tenha sido registrada na CVM, ou que tenha sido objeto de dispensa, emitidos por SPE constituída sob a forma de sociedade por ações, excetuada a hipótese prevista item II; Certificados de recebíveis de emissão de companhias securitizadoras na forma observada pela CVM; Obrigações de organizações financeiras internacionais das quais o Estado Brasileiro faça parte; Cotas de classe sênior de FIDC e FICFIDC; Títulos ou valores mobiliários de RF não relacionados, desde que com cobertura integral de seguro de crédito, observada a regulamentação do CNSP e SUSEP.	25

Fonte: Resolução CMN n.º 4.993/2022 (Adaptado pelo autor).

Além dos limites de alocação por segmento e por modalidade, são apresentados os limites de alocação por emissor a serem respeitados quanto a utilização dos ativos garantidores, sendo eles demonstrados no quadro a seguir (BACEN, 2022):

**Quadro 3 - Limites de Alocação por Emissor.**

	<b>Emissor</b>	<b>Limite de Alocação (%)</b>
	União	100
	Fundo de Investimento e Fundo de Índice	49
	Instituição Financeira	25
	Companhia Aberta (exceto Instituição Financeira)	15
	Organizações Financeiras Internacionais, Companhias Securitizadoras, FIDC e FICFIDC, FII e FICFII, SPE, FIP e FMA	10
	Emissor não especificado nos itens anteriores	5

Fonte: Resolução CMN n.º 4.993/2022 (Adaptado pelo autor).

## 2.4 Análise econômico-financeira

De acordo com Almeida (2019), a análise econômico-financeira das demonstrações contábeis tem como propósito geral proporcionar informações relevantes aos usuários interessados no negócio (acionistas, administradores, investidores, financiadores e auditores), evidenciando a situação financeira e patrimonial da entidade, seu desempenho e fluxos de caixa, possibilitando aos usuários a projeção de tendências futuras acerca da entidade e embasamento para tomada de decisões.

Conforme aponta Marion (2019) a técnica de análise das demonstrações contábeis por indicadores econômico-financeiros (ou índices ou quocientes) demonstram o resultado que se obtém a partir da divisão de duas grandezas, enquanto Malacrida, Lima e Costa (2018) ressalta que o pressuposto principal desta metodologia de análise é que o usuário entenda de fato os valores com quais está trabalhando para que obtenha uma interpretação correta e coerente do indicador.

### 2.4.1 Índices de Liquidez

Segundo Malacrida, Lima e Costa (2018), os indicadores de liquidez avaliam a capacidade de pagamento das obrigações de curto e longo prazo da entidade.

Acerca dos índices de liquidez aplicáveis as sociedades de capitalização, a SUSEP (2018b) utiliza para análise das supervisionadas o Índice de Liquidez Corrente (ILC) e o Índice de Liquidez Total (ILT), o primeiro busca averiguar se os bens e direitos realizáveis no curto prazo são suficientes para honrar os compromissos de curto prazo enquanto o segundo se os bens e direitos realizáveis no curto e no longo prazo são suficientes para honrar com os compromissos de curto e longo prazo, conforme fórmulas abaixo:

Equação 1

$$ILC = \frac{Ativo\ Circulante - Custo\ Aq.\ Dif\ CP - Desp\ Ant\ CP}{Passivo\ Circulante}$$

Equação 2

$$ILT = \frac{Ativo\ Circ - Custo\ Aq.\ Dif\ CP - Desp\ Ant\ CP + Ativo\ RLP - Custo\ Aq\ Dif\ LP - Desp\ Ant\ LP}{Passivo\ Circulante}$$

Quanto maiores forem os resultados dos indicadores de liquidez melhor é a saúde financeira da empresa, indicado uma maior capacidade de pagamento da companhia frente aos seus credores.

#### **2.4.2 Índices de Estrutura de Capital**

Os indicadores de estrutura de capital de acordo com Malacrida, Lima e Costa (2018) tem como objetivo avaliar a estrutura de origem de recursos da empresa, em sua obra é possível destacar o índice de Capital de Terceiros x Capital Próprio que demonstra a participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio e o Grau de Endividamento, índice que avalia quanto de capital de terceiros a entidade possui em relação aos seus recursos totais, as fórmulas seguem abaixo:

Equação 3

$$\text{Capital de Terceiros x Capital Próprio} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{PNC}}{\text{PL}}$$

Equação 4

$$\text{Grau de Endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{PNC}}{\text{Passivo} + \text{PL}}$$

#### **2.4.3 Índices de Custos**

A SUSEP (2018b) possui em seu elenco de índices para análise das supervisionadas os índices de custos, estes índices têm como função principal avaliar o impacto dos principais custos vinculados ao negócio de uma sociedade de capitalização em relação a soma da receita líquida com títulos de capitalização e o resultado financeiro da entidade.

O Índice de Resultado com Sorteios (IRSORT) mede a representatividade do ‘Resultado com Sorteios’ das sociedades de capitalização, este contempla majoritariamente as despesas com títulos sorteados.

O Índice de Custos de Aquisição (IDC) demonstra a representatividade dos ‘Custos de Aquisição’ das sociedades de capitalização, sendo estes representados por despesas com corretagem e custeamento de vendas.

Além do IRSORT e do IDC a SUSEP utiliza o Índice de Despesas Administrativas (IDA), o Índice de Outras Receitas e Despesas Operacionais (IORDO) e o Índice de Custos de Capitalização (ICC), o qual afere a representatividade dos custos operacionais totais da sociedade de capitalização.

As fórmulas dos índices de custos são apresentadas a seguir:

Equação 5

$$IORDO = -1 * \left( \frac{Outras\ Receitas\ e\ Despesas\ Operacionais}{Receitas\ Líquidas + Resultado\ Financeiro} \right)$$

Equação 6

$$IDC = -1 * \left( \frac{Custo\ de\ Aquisição}{Receitas\ Líquidas + Resultado\ Financeiro} \right)$$

Equação 7

$$IDA = -1 * \left( \frac{Dsp\ Adm + Dsp\ Trib}{Receitas\ Líquidas + Resultado\ Financeiro} \right)$$

Equação 8

$$IRSORT = -1 * \left( \frac{Resultado\ c/\ Sorteio}{Receitas\ Líquidas + Resultado\ Financeiro} \right)$$

Equação 9

$$ICC = -1 * \left( \frac{Custo\ de\ Aq + Out\ Receitas\ Operacionais + Dsp\ Adm + Dsp\ Trib + Resultado\ Sorteio}{Receitas\ Líquidas + Resultado\ Financeiro} \right)$$

Nota: O multiplicador -1 presente nas fórmulas justifica-se pelo fato de os numeradores dos índices de custos apresentarem normalmente números negativos uma vez que seus valores são predominantemente oriundos de grupos de contas com natureza de despesa.

Quanto menores forem os valores dos indicadores de custos, melhor para as companhias, pois indicam assim uma maior eficiência operacional.

#### 2.4.4 Índices de Rentabilidade

Acerca dos índices de rentabilidade, Malacrida, Lima e Costa (2018) afirma que estes possuem o objetivo de avaliar o retorno sobre os investimentos realizados, em sua obra ela apresenta três indicadores de rentabilidade.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) ou ROE (Return on Equity) que visa avaliar a relação entre a geração de lucro líquido e o capital próprio investido, o índice de Retorno das Aplicações que busca avaliar a geração de receitas financeiras frente ao montante de aplicações financeiras e o índice de Retorno dos Investimentos, também conhecido como Retorno sobre o Ativo (ROA) que mensura a relação entre a geração de lucro líquido e o total do capital investido, as fórmulas seguem abaixo:

Equação 10

$$RSPL (ROE) = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{PL Médio}}$$

Equação 11

$$\text{Retorno das Aplicações} = \frac{\text{Receitas Financeiras}}{\text{Aplicações Financeiras CP} + \text{Aplicações Financeiras LP}}$$

Equação 12

$$\text{Retorno dos Investimentos (ROA)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

Quanto maiores forem os valores dos indicadores RSPL, ROA e Retorno das Aplicações, melhor é para as empresas, uma vez que estes avaliam relativamente o desempenho na geração de lucros, no caso do RSPL e do ROA, e na geração de receitas, no caso do Retorno das Aplicações.

A SUSEP (2018b) classifica como índice de rentabilidade o Índice de Grau de Dependência Financeira (IGDF), que determina em termos percentuais a representatividade do resultado financeiro sobre o lucro líquido.

Equação 13

$$IGDF = \frac{\text{Resultado Financeiro}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Quanto maior for o IGDF mais dependente é a companhia do seu resultado financeiro, indicando uma baixa eficácia operacional do negócio da capitalização, logo quanto menor melhor.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa elaborada neste trabalho pode ser classificada como **descritiva quantitativa**, segundo Gil (2008) as pesquisas descritivas têm como principal objetivo a descrição das características de determinada população ou determinado fenômeno podendo estabelecer relações entre variáveis, enquanto para Raupp e Beuren (2006) a abordagem quantitativa é caracterizada pela utilização de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados.

O levantamento de dados financeiros do mercado de capitalização foi realizado a partir de consulta a dados abertos disponibilizados pela FENACAP e pelo SES, assim como a realização de análise econômico-financeira por indicadores das seis maiores sociedades de capitalização.

O período considerado para a pesquisa foi o de 2011 a 2020 para se ter uma visão robusta e abrangente acerca do comportamento do mercado de capitalização, entretanto no que se refere a coleta de dados de receitas por modalidade de título de capitalização as informações em domínio público datam somente de 2014 em diante, sendo a única métrica com o período diferenciado das demais.

Foi utilizado como critério para definição das seis maiores sociedades de capitalização o montante de suas provisões técnicas ao final do exercício de 2020, uma vez que tais empresas eram responsáveis por mais de 90% do total das provisões técnicas do mercado de capitalização no período referido, conforme demonstrado na tabela abaixo:

**Tabela 1 - Provisões técnicas em dez/2020 e part. em relação ao mercado.**

Sociedades de Capitalização	Provisões Técnicas (em R\$ mil)	Participação (%)
Bradesco Capitalização	8.570.919	26,41
Brasilcap Capitalização	8.261.132	25,46
Santander Capitalização	3.885.183	11,97
Cia. Itaú de Capitalização	3.505.252	10,80
Caixa Capitalização <sup>4</sup>	3.148.997	9,70
Icatu Capitalização	2.137.604	6,59

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da FENACAP.

---

<sup>4</sup> A Caixa Capitalização S.A. teve sua razão social alterada para CNP Capitalização S.A. em 2022.

Os dados utilizados para o cálculo dos indicadores foram coletados a partir das demonstrações financeiras das seis empresas descritas na tabela acima sendo estas demonstrações extraídas diretamente dos domínios disponibilizados ao público pela SUSEP.

O tratamento dos dados das demonstrações contábeis se deu através do cálculo dos indicadores de liquidez, estrutura de capital, custos e rentabilidade apresentados no referencial teórico, a escolha dos indicadores baseou-se no fato de serem indicadores referendados pela SUSEP para análise econômico-financeira das sociedades de capitalização e/ou citados na literatura aplicada a análise econômico-financeira das sociedades seguradoras.

Cada indicador foi calculado ano a ano para cada empresa seguido da apresentação da média do indicador por empresa no período, para os índices de custos adicionalmente foram calculados os coeficientes de variação com o intuito de caracterizar a dispersão dos dados em relação à média.

A fórmula do coeficiente de variação segundo Gomes (1987) é apresentada a seguir:

Equação 14

$$\text{Coeficiente de Variação (CV)} = \frac{\text{Desvio Padrão populacional } \sigma}{\text{Média populacional } \mu} * 100$$

De forma a complementar a análise do indicador de Retorno das Aplicações, foi realizado o teste de significância do coeficiente de correlação  $r$  de Pearson ao nível de significância de 1% buscando observar a existência de correlação significativa entre as receitas de aplicações financeiras das sociedades de capitalização com a variação Taxa SELIC no período a partir do teste das seguintes hipóteses:

$H_0$ : O indicador de retorno das aplicações das sociedades de capitalização não é correlacionado com a variação da Taxa SELIC.

$H_1$ : O indicador de retorno das aplicações das sociedades de capitalização é positivamente correlacionado com a variação da Taxa SELIC.

## 4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção será dividida em duas partes, a primeira abordando o desempenho do mercado de capitalização de forma geral e a segunda a parte de análise econômico-financeira com o uso de indicadores das seis maiores empresas do segmento.

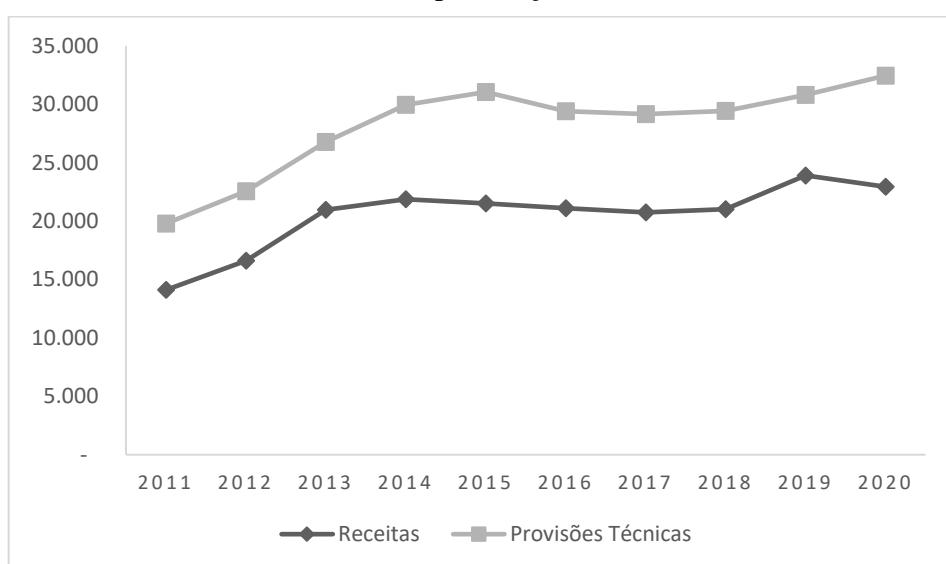
### 4.1 PANORAMA DO MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO

Esta subseção será dividida em duas partes, a primeira dispõe sobre as receitas e provisões técnicas do mercado e a segunda acerca de dados por modalidade de títulos.

#### 4.1.1 Receitas anuais e nível das provisões técnicas do mercado de capitalização

O gráfico apresentado a seguir destaca a evolução das receitas líquidas de devoluções e cancelamentos assim como os valores registrados para as provisões técnicas do mercado de capitalização no período de 2011 a 2020.

**Gráfico 1 - Receitas com Títulos de Capitalização e Provisões Técnicas (R\$ Milhões).**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da FENACAP.

Conforme o disposto no gráfico é possível observar que o valor das Provisões Técnicas foi sempre superior as receitas anuais, isso ocorre de forma natural uma vez que as Provisões Técnicas incluem títulos arrecadados em períodos anteriores ao período de arrecadação vigente, da mesma forma é natural o crescimento do nível das provisões técnicas acompanhar a tendência de crescimento das receitas desse mercado, uma vez que grande parte dos valores arrecadados compõem as provisões técnicas.

O mercado de capitalização comparando o período de 2011 ao de 2020 obteve um salto de 62,62% no seu faturamento saindo da faixa dos R\$ 14,1 Bilhões para a faixa dos R\$ 22,9 Bilhões a uma taxa anual média de crescimento de 4,87%, também houve crescimento no nível das Provisões Técnicas de 63,99% saindo da faixa dos R\$ 19,8 Bilhões para a faixa dos R\$ 32,4 Bilhões a uma taxa anual média de crescimento de 5,13%.

O mercado obteve um grande avanço no período de 2011 até 2013, assumindo uma tendência de estabilidade até 2018 e retomando uma melhor taxa de crescimento em 2019 seguida de um movimento atípico de queda do faturamento e ao mesmo tempo crescimento das Provisões Técnicas em 2020.

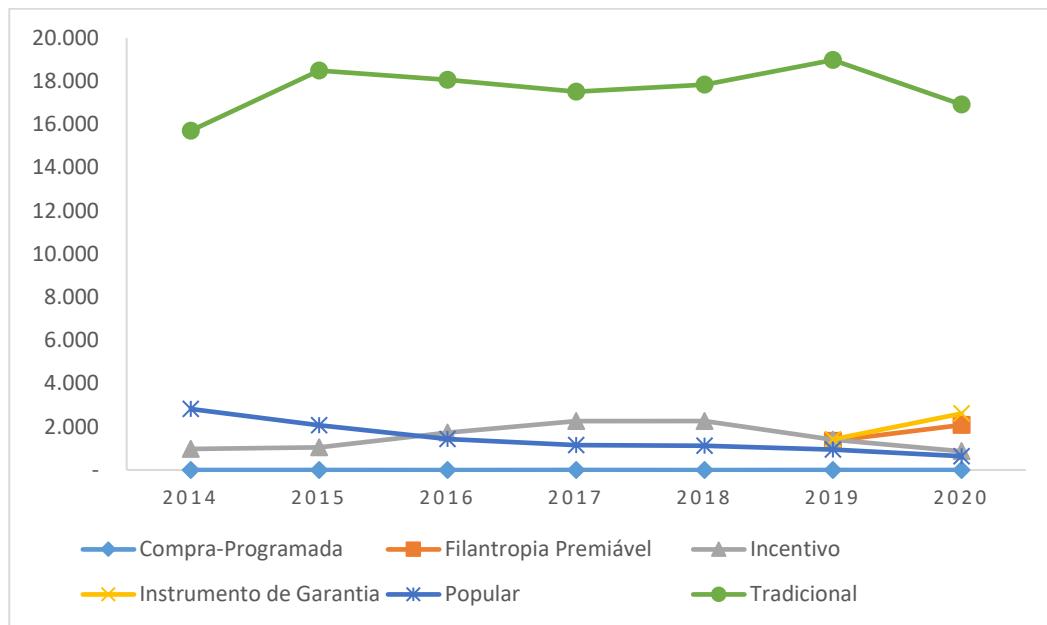
O movimento de redução do faturamento em 2020 é um dos reflexos da recessão econômica causada pela pandemia do COVID-19, empresas referência no mercado de capitalização como o Bradesco Capitalização e a Brasilcap Capitalização que tem como seus principais canais de comercialização as agências bancárias sofreram com as quarentenas impostas pelos Estados no combate ao vírus.

Por sua vez o aumento nas Provisões em 2020 tem relação com as incertezas presentes no período pandêmico, conforme afirmou o presidente em exercício da FENACAP Marcelo Farinha (2021b, p. 1), “O crescimento das reservas e a queda nos resgates indicam que os clientes estão cautelosos, adiando planos de consumo e mantendo suas reservas guardadas”.

#### **4.1.2 Receitas e pagamentos de sorteios por modalidade de título de capitalização**

O gráfico apresentado em seguida destaca a evolução das receitas por modalidade de título de capitalização para o mercado de capitalização no período de 2014 a 2020.

**Gráfico 2 - Receitas por Modalidade (R\$ Milhões).**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SES.

Nota: Os dados por modalidade só estão disponíveis a partir de 2014 no SES.

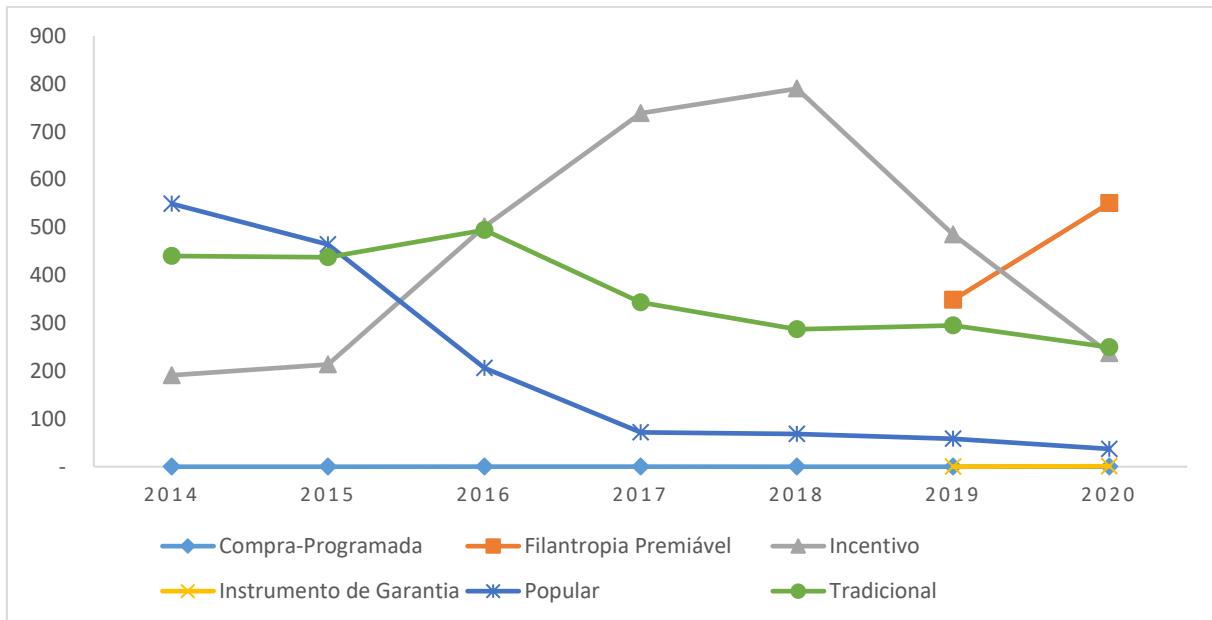
Com base nos dados levantados é possível afirmar que o título da modalidade tradicional foi o “carro-chefe” das sociedades de capitalização no período em questão, apresentando um faturamento médio anual de R\$ 17,6 bilhões dentro de uma média anual de R\$ 21,7 bilhões de receitas totais, indicando que o pagamento do valor integral das contribuições ao titular no final da vigência do título é algo bem-visto pelos clientes desse mercado.

As demais modalidades, individualmente, não conseguiram ultrapassar a faixa dos R\$ 3 bilhões de receitas, entretanto, é notória uma tendência positiva para as modalidades instrumento de garantia e filantropia premiável, advindas da adoção do novo marco regulatório pelo mercado capitalização em 2018, as quais, no final de 2020, já superam as convencionais modalidades incentivo e popular.

O destaque negativo vai para a modalidade compra-programada com valores de receitas que não chegam se quer a R\$ 2 milhões no período, mostrando que essa modalidade definitivamente não engrenou no mercado de capitalização.

No referente ao pagamento de sorteios por modalidade a partir dos dados levantados foi possível elaborar o seguinte gráfico:

**Gráfico 3 - Pagamento de Sorteios por Modalidade (R\$ Milhões).**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SES.

Nota: Os dados por modalidade só estão disponíveis a partir de 2014 no SES.

A média anual de pagamento de sorteios no período foi de cerca de R\$ 1,16 bilhões, é possível observar que a modalidade tradicional, apesar de ser a líder em receitas, não foi a responsável pelos maiores valores de pagamento de sorteio, o que dá indícios de que a maioria dos clientes desse mercado privilegia a capitalização como instrumento de disciplina financeira com uma mínima chance de contemplação em sorteio do que uma maior chance de contemplação em sorteios, ou seja, tem um perfil mais conservador.

As modalidades incentivo, popular e filantropia premiável apresentaram no período uma maior proporção de pagamento de sorteios em relação as receitas auferidas da modalidade tradicional devido as características destas três modalidades, como pode ser observado no Gráfico 3, o pico foi atingido pela modalidade incentivo em 2018 com mais de R\$ 790 milhões em sorteios pagos, entretanto o destaque recente vai para a modalidade de filantropia que superou as demais apresentando mais de R\$ 550 milhões em sorteios pagos em 2020.

O pagamento de sorteios de títulos da modalidade compra-programada foi de cerca de R\$ 224 mil, o menor dentre as seis, acompanhando o baixo faturamento observado no Gráfico 2, enquanto a modalidade instrumento de garantia, apesar de ter tido um faturamento maior que

a filantropia, chegou somente a cerca de R\$ 1,18 milhões em pagamentos de sorteios no período.

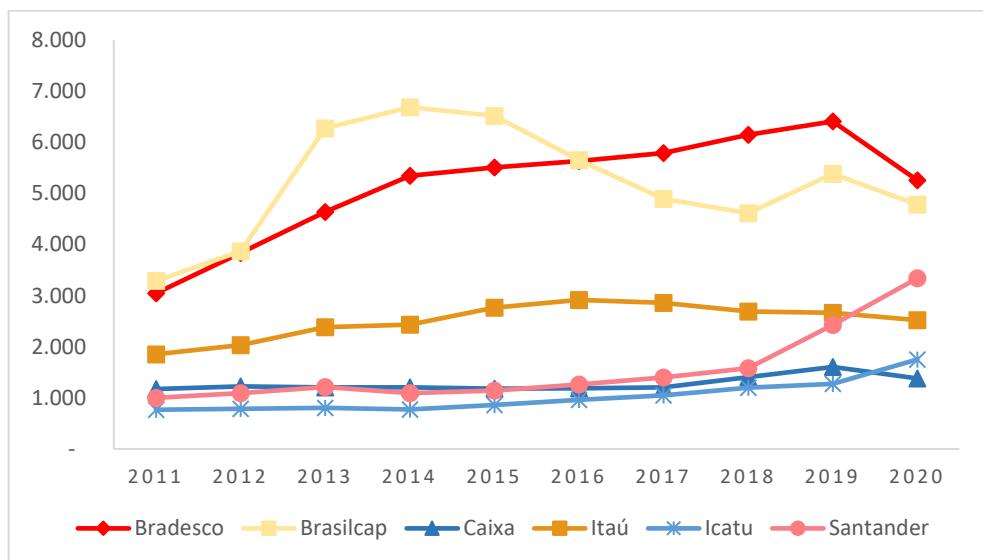
## 4.2 INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Esta subseção apresentará inicialmente dados contextuais das sociedades analisadas partindo em seguida para a análise por indicadores econômico-financeiros.

### 4.2.1 Contexto das sociedades

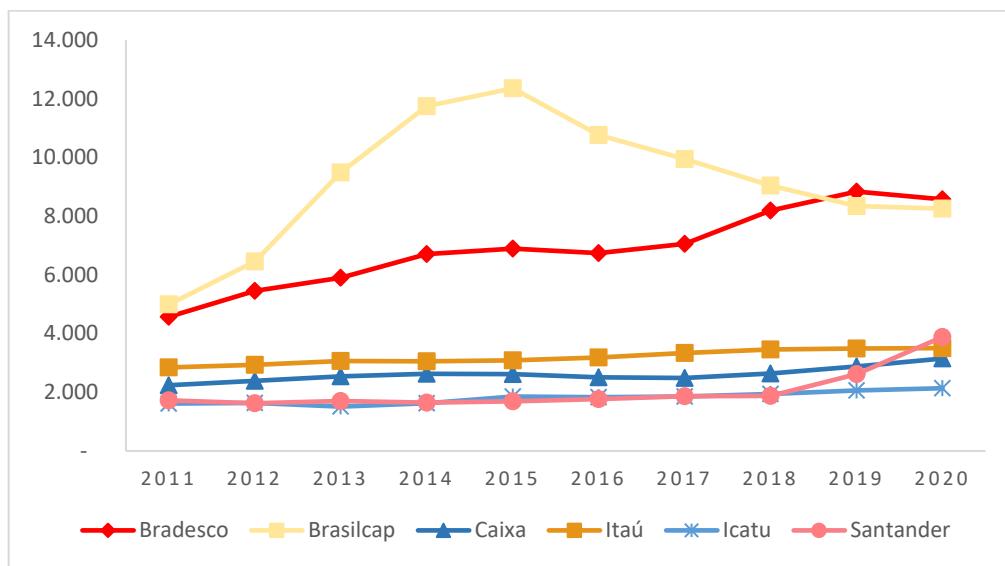
Visando uma melhor compreensão dos resultados indicadores a partir do contexto das companhias no mercado foram levantados os montantes de arrecadação bruta e provisões técnicas das seis maiores sociedades de capitalização no período de 2011 a 2020, sendo apresentados nos gráficos abaixo:

**Gráfico 4 - Arrecadação bruta das seis maiores sociedades de capitalização (R\$ Milhões).**



Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Gráfico 5 - Provisões Técnicas das seis maiores sociedades de capitalização (R\$ Milhões).**



Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

Os resultados observados nos gráficos apresentados acima indicam uma clara supremacia do Bradesco Capitalização e da Brasilcap Capitalização neste mercado no referente a arrecadação bruta e consequentemente no montante das provisões técnicas.

A média da arrecadação bruta anual de ambas superou R\$ 5,16 bilhões sendo o pico alcançado pela Brasilcap em 2014 atingindo a marca de R\$ 6,69 bilhões, a liderança da arrecadação nesse mercado foi da Brasilcap Capitalização de 2011 até 2016, sendo de 2017 até 2020 do Bradesco.

Quanto ao montante das provisões técnicas a Brasilcap esteve na liderança de 2011 até 2018 com uma média anual de R\$ 9,14 bilhões, o melhor desempenho foi o de 2015 onde a empresa alcançou R\$ 12,35 bilhões, já o Bradesco obteve uma média anual de R\$ 6,89 bilhões, entretanto assumiu a liderança no quesito de 2019 a 2020.

Em relação as outras quatro sociedades a companhia Itaú de Capitalização teve uma melhor performance considerando o intervalo de 2011 a 2020, entretanto cabe destacar a rápida ascensão da Santander Capitalização a partir de 2018 com a entrada do novo marco regulatório conseguindo já superar o Itaú em arrecadação e provisões ao final de 2020 assumindo a terceira posição no ranking do mercado de capitalização.

#### 4.2.2 Índices de Liquidez

Os resultados dos cálculos dos índices de liquidez foram dispostos nas tabelas abaixo:

**Tabela 2 - Índices de Liquidez Corrente.**

Liquidez Corrente	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Média
<b>Bradesco</b>	0,62	0,45	0,49	0,31	0,49	0,56	0,19	0,24	0,21	0,35	<b>0,39</b>
<b>Brasilcap</b>	0,93	0,77	0,74	0,84	0,88	0,78	0,69	0,52	0,62	0,71	<b>0,75</b>
<b>Caixa</b>	0,72	0,47	0,38	0,38	0,34	0,34	0,45	0,21	0,12	0,34	<b>0,37</b>
<b>Itaú</b>	1,21	1,15	1,62	1,25	1,20	1,18	1,21	1,20	1,08	1,02	<b>1,21</b>
<b>Icatu</b>	1,01	1,04	1,03	1,05	0,68	0,73	0,80	0,81	0,63	0,65	<b>0,84</b>
<b>Santander</b>	0,69	0,44	0,48	0,61	0,31	0,49	0,64	0,01	0,02	0,24	<b>0,39</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 3 - Índices de Liquidez Total.**

Liquidez Geral	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Média
<b>Bradesco</b>	1,05	1,13	1,07	1,08	1,02	1,06	1,10	1,08	1,08	1,09	<b>1,08</b>
<b>Brasilcap</b>	1,04	1,03	1,02	1,03	1,03	1,04	1,03	1,04	1,05	1,06	<b>1,04</b>
<b>Caixa</b>	1,14	1,16	1,08	1,09	1,08	1,14	1,15	1,08	1,10	1,09	<b>1,11</b>
<b>Itaú</b>	1,15	1,06	1,45	1,14	1,09	1,07	1,10	1,10	0,99	1,01	<b>1,12</b>
<b>Icatu</b>	1,06	1,06	1,04	1,07	1,05	1,08	1,10	1,07	1,04	1,05	<b>1,06</b>
<b>Santander</b>	1,06	1,07	1,03	1,03	1,03	1,08	1,04	1,09	1,07	1,06	<b>1,06</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

Os resultados do ILC observados na Tabela 2 foram abaixo de 1 para cinco das seis empresas indicando um possível problema de liquidez de curto prazo no mercado, entretanto foi observado que o resultado desse índice é negativamente afetado pelo fato da contabilização das provisões técnicas dessas empresas estarem sendo feitas integralmente no passivo circulante, enquanto as aplicações financeiras são sempre separadas entre ativo circulante e ativo não circulante, como é possível observar no exemplo da Tabela 4.

**Tabela 4 - Aplicações Financeiras e Provisões Técnicas no Balanço Patrimonial.**

BALANÇOS PATRIMONIAIS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2020 E 2019 (Em milhares de reais)					
ATIVO	31/12/2020	31/12/2019	PASSIVO	31/12/2020	31/12/2019
<b>CIRCULANTE</b>	<b>1.422.552</b>	<b>1.346.387</b>	<b>CIRCULANTE</b>	<b>2.192.373</b>	<b>2.129.011</b>
Disponível	19.040	10.230	Contas a Pagar	43.691	45.971
Caixa e Bancos	6.876	4.977	Obrigações a Pagar	Nota 9	28.386
Equivalente de Caixa	Notas 5	12.164	Impostos e Encargos Sociais a Recolher	5.976	33.876
<b>Aplicações</b>	<b>Notas 5</b>	<b>1.337.508</b>	Encargos Trabalhistas	8.297	4.417
Créditos das Operações de Capitalização		19.027	Impostos e Contribuições	1.016	5.828
Outros Créditos Operacionais	Notas 6	27.041	Outras Contas a Pagar	16	1.844
<b>Títulos e Créditos a Receber</b>		<b>19.936</b>	<b>Debêitos de Operações com Capitalização</b>	<b>Nota 10</b>	<b>8.412</b>
Títulos e Créditos a Receber		48	Depósitos de Terceiros	Nota 11	2.666
Créditos Tributários e Previdenciários	Notas 7	19.099	Provisões Técnicas - Capitalização	Nota 12	2.137.604
Outros Créditos		789	Provisão para Resgates		1.938.750
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE</b>		<b>1.019.695</b>	Provisão para Sorteio		184.704
Realizável a Longo Prazo		<b>984.716</b>	Provisão para Despesas Administrativas		156.412
<b>Aplicações</b>	<b>Notas 5</b>	<b>856.062</b>	Provisão para Bônus		5.189
Títulos e Créditos a Receber		<b>128.654</b>	<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>		37.253
Créditos Tributários e Previdenciários	Notas 7	47.811	Contas a Pagar		79.476
Depósitos Judiciais e Fiscais	Notas 14	80.843	Obrigações a Pagar	Nota 9	25.288
<b>Imobilizado</b>		<b>150</b>	Tributos Diferidos		51
<b>Intangível</b>	Notas 8	<b>34.829</b>	Outras Contas a Pagar - Obrigações Fiscais	Nota 14	67.809
<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<b>2.442.247</b>	Outros Débitos - Provisões Judiciais	Nota 14	154.921
As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras.					
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>					
Capital Social					
Reservas de Lucros					
Ajustes de Avaliação Patrimonial					
Lucros/(Prejuízos) Líquidos do Exercício					
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>					
<b>2.442.247</b>					
<b>2.414.709</b>					

Fonte: Balanço Patrimonial da Icatu Capitalização de 2020.

Nota: Destaque realizado pelo autor para enfatizar os elementos que se quer demonstrar.

A contabilização integral das provisões técnicas no passivo circulante deve-se ao prazo de carência, ou seja, prazo em que o cliente poderá solicitar o resgate dos títulos, geralmente não sendo superior a 12 meses, entretanto cabe destacar que o prazo de vigência dos títulos pode ser superior a 12 meses, conforme prazos vencimento das provisões técnicas superiores a um ano observados na tabela a seguir:

**Tabela 5** - Prazos de vencimento das aplicações financeiras e provisões técnicas.

	31/12/2020			
	Até 1 ano	De 1 a 2 anos	Acima de 2 anos	Total
<b>Ativos e passivos</b>				
Caixa e Bancos	6.876	–	–	6.876
Equivalente de Caixa	12.164	–	–	12.164
Aplicações	903.520	279.338	1.010.712	2.193.570
Créditos das Operações de Capitalização	17.053	1.974	–	19.027
Títulos e Créditos a Receber	19.936	128.654	–	148.590
<b>Total de ativos</b>	<b>959.549</b>	<b>409.966</b>	<b>1.010.712</b>	<b>2.380.227</b>
Contas a Pagar	43.691	93.608	–	137.299
Provisões Técnicas – Capitalização	1.370.189	384.926	382.489	2.137.604
Débitos de Operações com Capitalização	8.412	–	–	8.412
Depósitos de Terceiros	585	2.081	–	2.666
<b>Total de passivos</b>	<b>1.422.877</b>	<b>480.615</b>	<b>382.489</b>	<b>2.285.981</b>

Fonte: Nota explicativa 4.1.1.3 das demonstrações financeiras da Icatu Capitalização de 2020.

O ILC da companhia Itaú de Capitalização apresentou os melhores resultados, o principal motivo observado para tal foi a majoritária alocação das aplicações financeiras no curto prazo, conforme tabela abaixo:

**Tabela 6 - Ativo da Cia. Itaú de Capitalização de 2011 a 2020.**

CIA. ITAÚ DE CAPITALIZAÇÃO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>ATIVO</b>										
<b>CIRCULANTE</b>	<b>3.642.072</b>	<b>3.506.717</b>	<b>5.030.915</b>	<b>4.491.822</b>	<b>4.026.698</b>	<b>4.082.796</b>	<b>4.526.040</b>	<b>4.516.802</b>	<b>3.989.279</b>	<b>3.598.949</b>
Disponível	12.170	14.409	4.696	4.953	5.286	15.033	6.287	18.826	4.431	5.027
<b>Aplicações</b>	<b>3.562.131</b>	<b>3.424.912</b>	<b>5.021.872</b>	<b>4.474.754</b>	<b>4.019.408</b>	<b>4.064.182</b>	<b>4.516.069</b>	<b>4.496.409</b>	<b>3.983.977</b>	<b>3.579.759</b>
Títulos de Renda Fixa	104.722	-	-	63.908	72.928	27.434	226.500	459.765	479.701	977.280
Títulos de Renda Variável	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quotas de Fundos de Investimentos	3.457.409	3.424.912	5.021.872	4.410.846	3.946.480	4.036.748	4.289.569	4.036.644	3.504.276	2.602.479
<b>Crédito das operações de capitalização</b>						1	1	-	-	-
Títulos e Créditos a Receber	67.627	67.301	3.733	12.053	1.975	3.547	3.617	1.511	854	14.056
Despesas Antecipadas	144	95	614	62	29	33	66	56	17	107
<b>Custos de Aquisições Diferidos</b>						-	-	-	-	-
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>3.369.749</b>	<b>3.476.084</b>	<b>1.376.028</b>	<b>890.839</b>	<b>886.601</b>	<b>883.708</b>	<b>879.514</b>	<b>882.365</b>	<b>882.228</b>	<b>1.197.238</b>
Realizável a Longo Prazo	35.434	34.552	50.547	41.394	39.028	39.253	37.228	41.065	41.705	357.652
<b>Aplicações</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>321.620</b>
Títulos de Renda Fixa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	299.578
Títulos de Renda Variável	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quotas de Fundos de Investimentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.041
Títulos e Créditos a Receber	35.434	34.552	50.547	41.394	39.028	39.253	37.228	41.065	41.705	36.032
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Custos de Aquisições Diferidos</b>						-	-	-	-	-
<b>Investimentos</b>	<b>2.519.764</b>	<b>2.626.999</b>	<b>510.948</b>	<b>32.298</b>	<b>31.099</b>	<b>29.924</b>	<b>27.754</b>	<b>26.769</b>	<b>25.992</b>	<b>25.055</b>
<b>Imobilizado</b>	<b>18</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Intangível</b>	<b>814.533</b>	<b>814.533</b>	<b>814.533</b>	<b>817.147</b>	<b>816.474</b>	<b>814.531</b>	<b>814.531</b>	<b>814.531</b>	<b>814.531</b>	<b>814.531</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>7.011.821</b>	<b>6.982.801</b>	<b>6.406.943</b>	<b>5.382.661</b>	<b>4.913.299</b>	<b>4.966.504</b>	<b>5.405.554</b>	<b>5.399.167</b>	<b>4.871.507</b>	<b>4.796.187</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras da Cia. Itaú de Capitalização.

Nota: Destaque realizado pelo autor para enfatizar os elementos que se quer demonstrar.

Os resultados obtidos na para o ILT observados na Tabela 3, em contraponto ao ILC, mostram um retrato positivo da liquidez geral do mercado de capitalização considerando o curto e o longo prazo uma vez que a média para o indicador das seis empresas foi superior a 1, resultado esperado para um mercado altamente regulado.

#### 4.2.3 Índices de Estrutura de Capital

Os resultados dos cálculos dos índices Estrutura de Capital foram dispostos nas tabelas abaixo:

**Tabela 7 - Capital de Terceiros x Capital Próprio.**

<b>CT X CP</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	16,95	7,63	13,59	11,95	35,85	15,67	9,45	11,70	11,34	10,52	<b>14,46</b>
<b>Brasilcap</b>	22,39	29,79	37,56	29,30	30,28	26,29	31,30	26,78	19,86	17,37	<b>27,09</b>
<b>Caixa</b>	7,27	6,30	11,80	10,91	12,53	7,35	6,37	8,99	7,30	8,51	<b>8,73</b>
<b>Itaú</b>	0,84	0,92	1,21	2,79	3,21	3,41	3,24	3,25	5,06	4,41	<b>2,83</b>
<b>Icatu</b>	8,30	15,81	25,22	14,12	18,66	11,84	8,64	11,88	22,08	14,96	<b>15,15</b>
<b>Santander</b>	7,57	7,07	10,13	10,07	10,07	6,74	9,48	6,24	8,21	11,08	<b>8,67</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 8 - Grau de Endividamento.**

<b>Grau de Endividamento (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	94,43	88,42	93,15	92,28	97,29	94,00	90,43	92,13	91,90	91,32	<b>92,53</b>
<b>Brasilcap</b>	95,73	96,75	97,41	96,70	96,80	96,34	96,90	96,40	95,21	94,56	<b>96,28</b>
<b>Caixa</b>	87,90	86,30	92,19	91,61	92,61	88,03	86,44	89,99	87,95	89,49	<b>89,25</b>
<b>Itaú</b>	45,64	47,82	54,66	73,59	76,23	77,30	76,42	76,46	83,50	81,52	<b>69,31</b>
<b>Icatu</b>	89,25	94,05	96,19	93,38	94,91	92,21	89,63	92,23	95,67	93,73	<b>93,13</b>
<b>Santander</b>	88,32	87,61	91,02	90,97	90,97	87,08	90,46	86,19	89,14	91,73	<b>89,35</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

Os elevados resultados dos índices de estrutura de capital demonstram a dominância do capital de terceiros na estrutura de capital do setor, o que é natural dentro do modelo de negócio da capitalização, uma vez que as sociedades de capitalização operam o dinheiro arrecadado com a venda dos títulos de capitalização, mas em contrapartida precisam constituir obrigações a pagar.

O resultado destes indicadores apesar de altos não deve ser diretamente interpretado como algo negativo pois este capital de terceiros em sua grande maioria não se trata de passivos altamente onerosos como empréstimos, em vez disso as despesas financeiras com provisões técnicas são geralmente compostas pela TR como índice de correção monetária e taxas de juros baixas com limites mínimos de 0,16% ou 0,35% dependendo da modalidade do título.

#### 4.2.4 Índices de Custos

Os resultados dos cálculos dos índices de custos foram dispostos nas tabelas abaixo:

**Tabela 9 - Índice de Resultado com Sorteios.**

<b>IRSORT (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	7,45	9,64	11,64	12,87	8,00	9,12	9,82	6,27	6,89	9,86	<b>9,16</b>
<b>Brasilcap</b>	13,40	16,91	24,01	15,25	14,67	11,35	8,22	8,65	8,52	9,09	<b>13,01</b>
<b>Caixa</b>	15,46	18,96	17,70	11,68	13,20	13,21	12,42	10,49	3,47	13,13	<b>12,97</b>
<b>Itaú</b>	5,15	5,12	7,53	4,32	6,23	4,63	5,71	7,12	9,95	13,88	<b>6,97</b>
<b>Icatu</b>	17,29	13,18	18,34	13,98	10,06	11,63	15,10	19,74	18,82	21,42	<b>15,96</b>
<b>Santander</b>	11,05	13,47	18,25	14,52	18,84	15,18	17,03	14,75	12,88	9,51	<b>14,55</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 10 - Índice de Custo de Aquisição.**

<b>IDC (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	7,11	7,74	5,74	5,56	5,00	4,96	3,72	3,90	3,25	4,41	<b>5,14</b>
<b>Brasilcap</b>	27,93	31,80	42,55	36,99	34,26	28,12	37,27	50,29	57,70	51,77	<b>39,87</b>
<b>Caixa</b>	21,16	13,24	15,11	17,35	19,88	24,67	21,41	23,46	27,98	26,25	<b>21,05</b>
<b>Itaú</b>	4,12	3,01	2,49	1,67	1,94	1,33	1,93	1,65	1,35	1,07	<b>2,06</b>
<b>Icatu</b>	23,58	19,39	22,69	19,17	21,55	19,19	23,37	21,28	22,16	30,08	<b>22,25</b>
<b>Santander</b>	0,04	0,01	0,17	0,20	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	<b>0,04</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 11 - Índice de Outras Receitas e Despesas Operacionais.**

<b>IORDO (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	-7,43	-5,38	-6,48	-5,34	-3,27	-3,52	-2,08	-4,30	-9,79	-13,15	<b>-6,07</b>
<b>Brasilcap</b>	1,11	0,31	0,07	0,83	1,01	0,86	1,59	-0,44	-1,12	-3,04	<b>0,12</b>
<b>Caixa</b>	0,91	-3,30	-5,65	-3,21	-8,11	-13,16	-3,00	-7,85	-8,56	-7,17	<b>-5,91</b>
<b>Itaú</b>	-7,39	-8,98	-7,15	-7,29	-6,20	-5,62	-8,72	-11,26	-9,90	-14,89	<b>-8,74</b>
<b>Icatu</b>	-1,81	1,11	0,77	-4,11	-1,92	-4,50	-4,43	-11,67	-3,07	-5,77	<b>-3,54</b>
<b>Santander</b>	36,99	36,80	47,80	44,74	38,19	40,51	42,95	38,35	42,82	16,51	<b>38,57</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 12 - Índice de Despesas Administrativas.**

<b>IDA (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	11,37	11,20	13,76	16,28	11,52	13,42	12,29	11,74	12,12	16,14	<b>12,99</b>
<b>Brasilcap</b>	13,16	12,26	10,76	9,04	9,06	8,36	11,31	14,33	13,25	13,09	<b>11,46</b>
<b>Caixa</b>	10,56	10,51	7,68	12,03	12,32	12,50	11,01	12,85	13,12	16,81	<b>11,94</b>
<b>Itaú</b>	28,11	31,89	36,06	31,37	33,99	30,22	28,52	29,42	28,47	65,35	<b>34,34</b>
<b>Icatu</b>	31,03	22,25	37,79	35,41	34,15	29,89	33,06	39,37	50,48	65,99	<b>37,94</b>
<b>Santander</b>	5,19	8,38	6,37	6,70	6,21	5,77	6,29	7,99	7,49	9,15	<b>6,96</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 13 - Índice de Custos com Capitalização.**

<b>ICC (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	18,51	23,20	24,66	29,37	21,25	23,98	23,76	17,61	12,47	17,26	<b>21,21</b>
<b>Brasilcap</b>	55,59	61,27	77,40	62,11	59,00	48,68	58,39	72,83	78,36	70,90	<b>64,45</b>
<b>Caixa</b>	48,10	39,42	34,84	37,85	37,30	37,22	41,84	38,96	35,99	49,02	<b>40,06</b>
<b>Itaú</b>	29,99	31,04	38,92	30,08	35,97	30,56	27,44	26,93	29,86	65,41	<b>34,62</b>
<b>Icatu</b>	70,09	55,94	79,60	64,45	63,83	56,21	67,09	68,72	88,40	111,71	<b>72,60</b>
<b>Santander</b>	53,27	58,65	72,60	66,16	63,25	61,47	66,28	61,10	63,20	35,17	<b>60,11</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 14 - Média e Coeficiente de Variação dos Índices de Custos.**

<b>Índice</b>	<b>Média (%)</b>	<b>Coeficiente de Variação (%)</b>
<b>IRSORT</b>	12,10	38,25
<b>IDC</b>	15,07	98,63
<b>IORDO</b>	2,40	-
<b>IDA</b>	19,27	71,62
<b>ICC</b>	48,84	42,42

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

Nota: O coeficiente de variação do IORDO não foi calculado uma vez que foram observados valores positivos e negativos na população.

Os resultados dos coeficientes de variação por indicador apresentados na Tabela 14 denotam uma alta heterogeneidade na distribuição dos custos das seis sociedades, o indicador mais homogêneo foi o IRSORT, destaque para a Cia. Itaú de Capitalização nesse indicador apresentando a menor média do mercado com 6,97%, evidenciando um relativo menor nível de despesa com sorteios para esta sociedade.

Os resultados da Santander Capitalização para os indicadores IDC e IORDO apresentaram discrepância acentuada em relação ao resto do mercado, a partir das notas explicativas dessa companhia conforme tabela abaixo foi observada a possibilidade de a Santander estar utilizando um diferente critério de contabilização para os custos de aquisição em relação ao mercado, alocando-os como outras despesas operacionais, o que explicaria os valores anormais desses indicadores para a empresa.

**Tabela 15 - Nota Explicativa Outras Receitas e Despesas Operacionais.****15. Outras Receitas (Despesas) Operacionais**

	<b>01/01 a 31/12/2019</b>	<b>01/01 a 31/12/2018</b>
Receita com Resgates Antecipados de Títulos	24.397	21.847
Receita com Prescrição de Exigibilidades <sup>(1)</sup>	29.795	67.362
Débitos de Operações de Capitalização <sup>(2)</sup>	(343.382)	(303.796)
<b>Total</b>	<b>(289.190)</b>	<b>(214.587)</b>

<sup>(1)</sup> Refere-se ao reconhecimento da prescrição de títulos de capitalização, vencidos e não resgatados após decurso do prazo prescricional.

<sup>(2)</sup> Refere-se, principalmente, a pagamento de comissões sobre as vendas de títulos de capitalização.

Fonte: Nota explicativa 15 das demonstrações financeiras da Santander Capitalização de 2019.

Considerando o exposto, de forma a não comprometer a apresentação, a média e o coeficiente de variação do IDC e do IORDO foram novamente calculados para a população a parte dos números da Santander Capitalização, conforme tabela a seguir:

**Tabela 16 - Média e CV do IORDO e IDC (excluindo a Santander Capitalização).**

<b>Índice</b>	<b>Média (%)</b>	<b>Coeficiente de Variação (%)</b>
<b>IDC</b>	18,07	80,35
<b>IORDO</b>	-4,83	-

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

Nota: O coeficiente de variação do IORDO não foi calculado uma vez que foram observados valores positivos e negativos na população.

Os resultados do IDC possuem uma alta dispersão em relação à média, uma vez que as empresas Brasilcap, Caixa e Icatu dispõem de relativos altos custos de aquisição enquanto Itaú e Bradesco relativos baixos custos de aquisição.

O coeficiente de variação não foi calculado para o IORDO tanto na Tabela 14 quanto na Tabela 16Tabela 16 pois este índice alternou entre valores positivos e negativos conforme resultados da Tabela 11, isso ocorreu pois apesar de a SUSEP caracterizar o IORDO como um índice de custo, as sociedades de capitalização contabilizam como Outras Receitas Operacionais os valores de prescrição e penalidade conforme Tabela 15, apurando geralmente um resultado positivo na linha Outras Receitas e Despesas Operacionais presente nas suas DRE.

A companhia Itaú de Capitalização obteve o menor IORDO segundo dados da Tabela 11, esse número pode ser justificado pela alta obtenção de outras receitas operacionais pela empresa ficando somente atrás do Bradesco em números no período analisado, enquanto a Cia. Itaú de Capitalização auferiu cerca de R\$ 611 milhões o Bradesco auferiu aproximadamente R\$ 640 milhões.

Apesar da Brasilcap Capitalização ter mostrado excelentes números em faturamento e provisões foi a empresa que menos auferiu as classificadas outras receitas operacionais das seis, chegando a pouco mais de R\$ 70 milhões ao longo dos 10 anos, uma das causas da média positiva do IORDO para a companhia.

Os resultados do IDA apontam um relativo elevado dispêndio em despesas administrativas para a Cia. Itaú de Capitalização e para a Icatu Capitalização, justificado por médias anuais de respectivamente cerca de R\$ 207 milhões e R\$ 122,5 milhões, sendo que as líderes do mercado Brasilcap e Bradesco não chegaram a ultrapassar a média dos R\$ 100 milhões anuais em despesas administrativas, destaque para a Santander Capitalização que com uma média anual de cerca de R\$ 16,5 milhões obteve os menores resultados para este índice.

Os resultados apurados para o ICC apontam uma vantagem competitiva do Bradesco no mercado de capitalização uma vez que a companhia apresenta relativamente as suas receitas líquidas e resultado financeiro uma estrutura de custos mais enxuta que as concorrentes, em contrapartida, a Icatu foi a empresa que obteve o maior índice de custo operacional.

#### **4.2.5 Índices de Rentabilidade**

Os resultados dos cálculos dos índices de rentabilidade foram dispostos nas tabelas abaixo:

**Tabela 17 - Retorno dos Investimentos (ROA).**

ROA (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Média
<b>Bradesco</b>	6,80	6,27	6,61	5,06	7,41	5,60	5,41	5,68	5,97	3,96	<b>5,88</b>
<b>Brasilcap</b>	3,17	2,52	1,50	2,77	2,83	3,36	2,09	1,08	0,98	1,59	<b>2,19</b>
<b>Caixa</b>	4,59	5,31	5,10	4,75	4,52	4,02	4,15	4,25	4,89	2,85	<b>4,44</b>
<b>Itaú</b>	6,79	5,29	5,07	7,61	7,77	8,28	7,37	5,47	5,46	1,66	<b>6,08</b>
<b>Icatu</b>	4,19	5,47	0,39	4,64	3,08	4,50	3,06	2,33	0,56	-1,33	<b>2,69</b>
<b>Santander</b>	6,16	5,38	3,94	4,19	5,07	5,71	4,69	5,55	5,62	7,22	<b>5,35</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 18 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).**

<b>ROE (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	78,36	69,70	71,33	69,08	141,75	127,90	68,99	65,50	74,63	47,23	<b>81,45</b>
<b>Brasilcap</b>	80,59	68,20	52,37	92,84	87,01	98,38	61,68	32,46	23,39	31,10	<b>62,80</b>
<b>Caixa</b>	37,26	40,99	47,22	58,60	57,22	41,42	32,45	36,10	44,04	25,26	<b>42,06</b>
<b>Itaú</b>	12,51	9,93	10,37	20,74	30,91	35,62	31,83	23,23	27,02	9,49	<b>21,17</b>
<b>Icatu</b>	41,39	65,25	7,97	87,46	53,12	69,65	33,62	25,77	9,29	-25,12	<b>36,84</b>
<b>Santander</b>	34,66	44,67	36,78	46,47	56,10	51,66	41,85	47,53	46,40	77,22	<b>48,33</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 19 - Índice de Grau de Dependência Financeira.**

<b>IGDF (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	85,85	74,85	56,95	86,78	100,12	109,28	84,49	66,66	48,51	42,71	<b>75,62</b>
<b>Brasilcap</b>	122,62	112,01	44,29	100,07	114,97	139,94	158,24	136,66	191,05	150,54	<b>127,04</b>
<b>Caixa</b>	127,44	115,39	112,69	119,23	120,68	131,97	148,58	114,04	86,53	120,91	<b>119,75</b>
<b>Itaú</b>	58,00	44,96	48,50	82,56	85,03	82,75	58,86	41,22	49,68	52,61	<b>60,42</b>
<b>Icatu</b>	141,87	145,66	517,57	118,09	198,22	201,66	205,41	173,85	687,44	94,70	<b>248,45</b>
<b>Santander</b>	97,45	65,63	89,11	102,35	95,43	90,92	103,33	63,89	48,63	8,97	<b>76,56</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

**Tabela 20 - Retorno das Aplicações.**

<b>Retorno das Aplicações (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Média</b>
<b>Bradesco</b>	11,29	9,54	11,47	12,84	15,51	13,34	10,61	9,31	9,32	8,23	<b>11,15</b>
<b>Brasilcap</b>	10,97	9,03	6,50	9,26	11,55	14,80	11,77	9,76	10,68	8,65	<b>10,30</b>
<b>Caixa</b>	11,05	10,33	11,20	11,08	12,16	11,46	10,90	8,70	7,62	6,90	<b>10,14</b>
<b>Itaú</b>	12,72	9,41	6,71	12,40	13,72	13,43	9,17	6,63	8,28	4,93	<b>9,74</b>
<b>Icatu</b>	12,11	12,96	14,08	13,63	14,15	17,21	14,15	11,37	8,41	7,57	<b>12,56</b>
<b>Santander</b>	12,43	9,58	9,58	11,02	12,60	12,32	10,87	8,26	6,36	4,98	<b>9,80</b>

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias.

O indicador ROA apresentou uma média de 4,44% considerando os resultados das seis sociedades, enquanto a média do ROE foi de 48,77 %, a única empresa que apresentou prejuízo no período e consequentemente ROA e ROE negativos foi a Icatu em 2020 mostrando a resiliência do mercado de capitalização na geração de lucros dentro de um período de 10 anos.

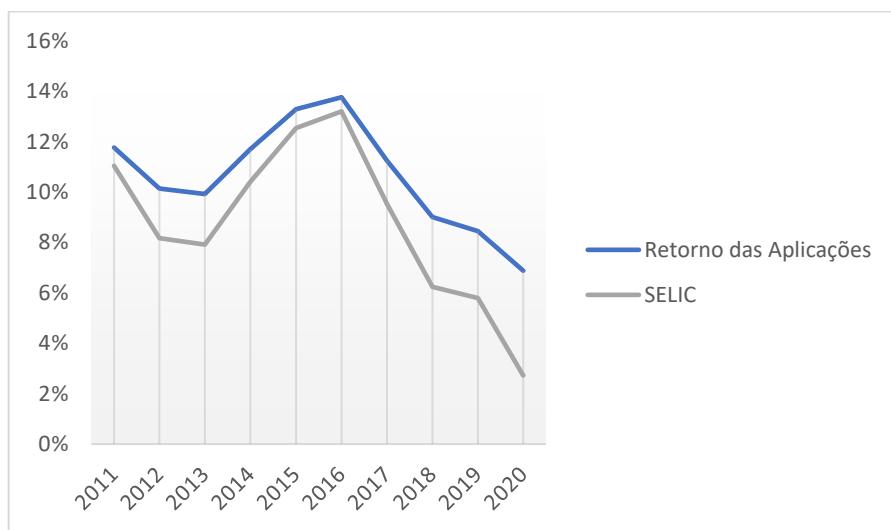
A alta média do ROE é justificada pela característica do negócio da capitalização, como observado a partir dos indicadores de estrutura de capital as empresas de capitalização tem uma ampla predominância do capital de terceiros em relação ao capital próprio, a partir da operação

desse capital de terceiros elas conseguem gerar lucro o suficiente para recuperar uma significativa parcela do capital próprio investido.

O resultado médio do indicador IGDF foi de 117,97% indicando uma massiva representatividade do resultado financeiro na composição do lucro líquido das sociedades de capitalização, a partir dos resultados dispostos na Tabela 19 é possível constatar que sem o resultado financeiro as companhias teriam apurado prejuízo em vários dos exercícios entre 2011 e 2020.

A média do indicador de Retorno das Aplicações foi de 10,61%, ao comparar ano a ano o resultado deste indicador com a taxa SELIC acumulada foi possível elaborar o seguinte gráfico:

**Gráfico 6 - Retorno das Aplicações x Variação da Taxa SELIC.**



Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações financeiras das companhias e de dados da taxa SELIC.

O comportamento das linhas observadas no gráfico aponta uma tendência similar na oscilação das duas variáveis, de forma a confirmar a existência de correlação positiva as hipóteses abaixo foram testadas a partir do coeficiente de correlação r de Pearson.

$H_0$ : O indicador de retorno das aplicações das sociedades de capitalização não é correlacionado com a variação da Taxa SELIC.

$H_1$ : O indicador de retorno das aplicações das sociedades de capitalização é positivamente correlacionado com a variação da Taxa SELIC.

O teste considerou os 60 indicadores calculados na Tabela 20 contra as respectivas taxas SELIC acumulada de cada ano obtendo o seguinte resultado:

Equação 15

$$r = 78,77\%$$

Equação 16

$$t_0 = \frac{r \sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} = 9,739$$

O valor tabelado para o número de amostras ao nível de significância de 1% considerando a distribuição t-student unicaudal foi o seguinte:

Equação 17

$$t_{n-2,\alpha/2} = t_{58;0,005} = 2,663$$

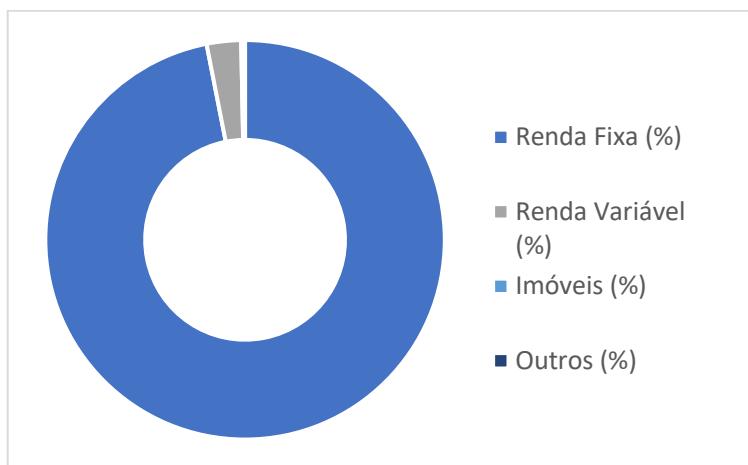
Como  $t_0 > t_{n-2,\alpha/2}$  rejeita-se  $H_0$  havendo fortes indícios de correlação positiva entre as variáveis ao nível de significância de 1%, tal correlação pode ser justificada pela maior alocação dos ativos financeiros dessas companhias em renda fixa, os percentuais de alocação de ativos são apresentados na tabela e ilustrados no gráfico que seguem abaixo:

**Tabela 21 - Percentuais de Alocação de Ativos.**

Alocação de Ativos	Renda Fixa (%)	Renda Variável (%)	Imóveis (%)	Outros (%)
<b>Bradesco</b>	96,94	3,00	0,04	0,03
<b>Brasilcap</b>	99,34	0,64	0,00	0,02
<b>Caixa</b>	99,77	0,02	0,00	0,21
<b>Itaú</b>	86,63	12,49	0,67	0,20
<b>Icatu</b>	99,16	0,54	0,00	0,30
<b>Santander</b>	99,60	0,00	0,07	0,32
<b>Média</b>	96,91	2,78	0,13	0,18

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SES.

**Gráfico 7 - Percentuais de Alocação de Ativos.**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SES.

## 5 CONCLUSÃO

O mercado de capitalização é resiliente e movimenta números relevantes na economia brasileira, alcançando em 2019 uma receita anual com títulos de capitalização próxima à faixa dos R\$ 24 bilhões e em 2020 superando o montante de R\$ 32 bilhões alocados em provisões técnicas.

Apesar de ter sido negativamente afetado pelos efeitos da pandemia do COVID-19 em 2020, o mercado de capitalização estava em uma tendência de crescimento das suas receitas com o advindo do novo marco regulatório em 2018 e consequentemente das novas modalidades Instrumento de Garantia e Filantropia Premiável, apontando uma boa perspectiva futura de crescimento para a capitalização.

Os indicadores econômico-financeiros mostraram uma boa liquidez geral nas maiores empresas do mercado de capitalização, sugerindo um efeito positivo da regulação exercida pela SUSEP sobre as supervisionadas, além disso, foi observada a predominância do capital de terceiros nas estruturas de capital dessas companhias oriundo principalmente dos compromissos a pagar vinculados aos títulos de capitalização, as chamadas provisões técnicas.

No referente aos indicadores de custos operacionais foi observada uma acentuada heterogeneidade no mercado de capitalização, com os custos variando bastante de uma companhia para outra, em contrapartida, foi constatado que o modelo de negócio das sociedades de capitalização tem como fator extremamente relevante na geração de lucros a operação junto ao mercado financeiro do capital originado das provisões técnicas, a partir de uma majoritária alocação em ativos de renda fixa o retorno das aplicações destas empresas é altamente correlacionado positivamente com a variação da taxa SELIC.

O trabalho concluiu seu objetivo expondo as principais características econômico-financeiras das sociedades de capitalização, trabalhos futuros abordando as técnicas empregadas pelas sociedades de capitalização para controle dos riscos de solvência e liquidez assim como estudos sobre o perfil dos clientes desse mercado seriam interessantes contribuições acadêmicas no referente a capitalização.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. C. **Análise das demonstrações contábeis em IFRS e CPC.** São Paulo: Atlas, 2019.

AQUINO, F. M. DE. Comportamento do consumidor: fatores que influenciam na aquisição de títulos de capitalização. 2007.

BACEN. **Resolução CMN n.º 4.993, de 24 de março de 2022. Dispõe sobre as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas técnicas.** Brasília, 2022. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4993>>. Acesso em: 9 nov. 2022

BRASIL. **Decreto n.º 22.456 de 10 de fevereiro de 1933. Regula as sociedades de capitalização e dá outras providencias.** Brasília, 1933. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/1930-1949/D22456.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1930-1949/D22456.htm)>. Acesso em: 3 dez. 2022

BRASIL. **Decreto-Lei n.º 73, de 21 de novembro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros Privados, regula as operações de seguros e resseguros e dá outras providências.** Brasília, 1966. Disponível em:

<[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del0073.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0073.htm)>. Acesso em: 3 dez. 2022

BRASIL. **Decreto-Lei n.º 261, de 28 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre as sociedades de capitalização e dá outras providências.** Brasília, 1967. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/Del0261.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0261.htm)>. Acesso em: 11 out. 2021

BRASIL. **Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.** Brasília, 2002. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm)>. Acesso em: 4 dez. 2022

CNSEG. **Sistema Nacional de Seguros Privados.** Disponível em:

<<https://cnseg.org.br/conheca-a-cnseg/mercado/estrutura-do-mercado/sistema-nacional-de-seguros-privados.html>>. Acesso em: 10 set. 2022.

FENACAP. **A Capitalização na Agenda Social Econômica Brasileira.** Disponível em:

<<https://fenacap.org.br/data/files/DB/F2/F3/02/626AA710A6AF93A73A8AA8A8/Livreto%2>>

0FenaCap%20Capitaliza%C3%A7%C3%A3o\_ATUALIZADO\_08jul2021.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2023.

**FENACAP. Estatísticas | FenaCap.** Disponível em:

<<https://fenacap.org.br/estatisticas.html>>. Acesso em: 2 jun. 2022a.

**FENACAP. Reservas da Capitalização avançam 5,4% e atingem R\$ 32 bi em 2020.**

Disponível em: <[https://fenacap.org.br/noticias/reservas-da-capitalizacao-avancam-5-4-e-tingem-r-32-bi-em-2020.html](https://fenacap.org.br/noticias/reservas-da-capitalizacao-avancam-5-4-e-atingem-r-32-bi-em-2020.html)>. Acesso em: 2 dez. 2022b.

**GIL, A. CARLOS. Métodos e técnicas de pesquisa social.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

**GOMES, E. M. DE M.** As especificidades e as características jurídico/regulatórias que dão legitimidade aos títulos de capitalização: uma análise sobre o novo marco regulatório. 2019.

**GOMES, F. P. A estatística moderna na pesquisa agropecuária.** 3. ed. Piracicaba: Potafos, 1987.

**HERRERA, L. J.** A economia comportamental e a formação de poupança vinculada a sorteios: o caso da prize-linked saving e dos títulos de capitalização. 2018.

**MALACRIDA, M. J. C.; LIMA, G.; COSTA, J. A. Contabilidade de seguros: fundamentos e contabilização das operações.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

**MARION, J. C. Análise das Demonstrações Contábeis.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

**RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M.** Metodologia da Pesquisa Aplicadas às Ciências Sociais. Em: **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática.** São Paulo: Atlas, 2006. p. 76–97.

**RECEITA FEDERAL. Taxa de Juros Selic.** Disponível em:

<<https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/orientacao-tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic>>. Acesso em: 20 dez. 2022.

**RODRIGUES, A. Gerenciamento da informação contábil e regulação: evidências no mercado brasileiro de seguros.** São Paulo: Universidade de São Paulo, 29 jan. 2008.

**SANTOS, D. B.; MENDES-DA-SILVA, W.; GONZALEZ, L.** Déficit de alfabetização financeira induz ao uso de empréstimos em mercados informais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 1, p. 44–59, jan. 2018.

**SUSEP. Circular SUSEP n.º 365, de 27 de maio de 2008. Estabelece normas para elaboração, operação e comercialização de títulos de capitalização.** Rio de Janeiro, 2008.

Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/7783>>. Acesso em: 3 dez. 2022

**SUSEP. Circular SUSEP n.º 569, de 02 de maio de 2018. Dispõe sobre a operação de capitalização, as modalidades, elaboração, operação e comercialização de Títulos de Capitalização e dá outras providências.** Rio de Janeiro, 2018a. Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/19824>>. Acesso em: 3 dez. 2022

**SUSEP. Índices para Análise Econômico-Financeira das Supervisionadas.** Rio de Janeiro, 2018b. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgsoa/coaso/arquivos-outros/Indices%20Eco-Fin%20Mercado%20de%20Seguros%202018.pdf>>. Acesso em: 11 out. 2021

**SUSEP. Resolução CNSP n.º 384, de 09 de junho de 2020. Dispõe sobre a operação de capitalização.** Rio de Janeiro, 2020. Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/22431>>. Acesso em: 3 dez. 2022

**SUSEP. Circular SUSEP n.º 648, de 12 de novembro de 2021. Dispõe sobre provisões técnicas.** Rio de Janeiro, 2021a. Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/25996>>. Acesso em: 9 dez. 2022

**SUSEP. Manual de Práticas e Procedimentos Contábeis do Mercado Segurador.** Rio de Janeiro, 2021b. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgsoa/coaso/arquivos-outros/Manual%20de%20Contabilidade%20-%20versao%20jul21%20e%20vigencia%20ago21.pdf>>. Acesso em: 11 out. 2021

**SUSEP. Resolução CNSP n.º 449 de 18 de outubro de 2022. Dispõe sobre o Regimento Interno da Susep.** Rio de Janeiro, 2022a. Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/26613>>. Acesso em: 3 dez. 2022

**SUSEP. Circular SUSEP n.º 656, de 11 de março de 2022.** Estabelece regras e critérios sobre a elaboração, a operação, a distribuição, a cessão, a subscrição, a publicidade e a comercialização de títulos de capitalização. Rio de Janeiro, 2022b. Disponível em: <<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/26738>>. Acesso em: 3 dez. 2022

**SUSEP. SES.** Disponível em:

<<https://www2.susep.gov.br/menuestatistica/SES/principal.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2023.

**VIEIRA, C. DE B.** Plano de marketing para venda de títulos de capitalização no Banco do Brasil: estudo de caso na agência Tijucas. 2003.