

GEE Papers

Número 112

Outubro de 2018

O Mercado Segurador em Portugal: O Papel dos Gestores na Constituição de Provisões

Soraia de Sousa Bornett, Carlos Manuel Pinheiro

O Mercado Segurador em Portugal: O Papel dos Gestores na Constituição de Provisões

Soraia de Sousa Bornett ¹, Carlos Manuel Pinheiro ²

Resumo

As empresas seguradoras têm que constituir provisões técnicas com vista a assegurar que responsabilidades futuras perante os seus clientes e terceiros são cobertas. Estas provisões baseiam-se em estimativas não só incorporando dados passados, mas incluindo igualmente as expectativas de evolução da economia e da própria empresa. É assim expectável que o grau de otimismo dos diretores financeiros das empresas (Chief Financial Officers, CFOs) e as expectativas que criam estejam associadas às provisões que calculam e registam. Analisando as consequências da racionalidade limitada dos agentes económicos, das suas preferências sociais e na ausência de autocontrolo, Richard Thaler mostrou como estes traços humanos afetam sistematicamente as decisões individuais e os resultados, o que lhe conferiu a atribuição do prémio Nobel da Economia de 2017. O presente artigo encontra uma relação negativa entre o otimismo dos CFOs, e a constituição de provisões no mercado segurador em Portugal, no período compreendido entre 2007 e 2016. Estes resultados que têm impacto no ambiente concorrencial deverão interessar os reguladores, os acionistas e os profissionais do sector.

Classificação JEL: G22, G29, G14, F19, D80, D89

Palavras-chave: *Indústria Seguradora, Provisões Técnicas, Finanças Comportamentais, Concorrência, Risco, Incerteza*

Nota: Os “GEE Papers” são da exclusiva responsabilidade dos seus autores e não refletem obrigatoriamente as posições do GEE ou do Ministério da Economia.

¹ Multicare – Companhia de Seguros SA – Grupo Fidelidade

² Caixa Geral de Depósitos S.A.; Lisbon Accounting and Business School (LABS-ISCAL); Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL) Business Research Unit (BRU-IUL), Lisboa, Portugal; Universidade Europeia, Laureate International Universities, Portugal

*Contacto para envio de correspondência: Soraia de Sousa Bornett; E-mail: soraia.sousa.bornett@multicare.pt; Tel.: (351) 926789600 E-mail: carlos.manuel.pinheiro@cgd.pt (C.M. Pinheiro)

Agradecimentos: Os autores agradecem à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) a disponibilidade evidenciada que contribuiu para o desenvolvimento do presente artigo.

1. Introdução

Desde tempos imemoriais que o ser humano busca segurança, quer em relação a si mesmo quer relativamente aos seus bens, principalmente perante situações fora do seu controlo e que comportem riscos para a sua vida ou para a sua atividade (Estrela, 2002). As companhias de seguros colmatam esta necessidade, transferindo para si o risco dos seus clientes mediante o pagamento de um prémio, o que traduz um dos princípios fundamentais da atividade seguradora (Vieira, 2012). Para o efeito, as empresas de seguros ('seguradoras') vêm oferecendo uma grande diversidade de soluções, de produtos e serviços visando não somente a proteção do risco da vida humana e dos seus bens, mas igualmente abrangendo outros domínios, como o da poupança e dos rendimentos de capital (Silva, 2000). Em Portugal, os prémios das seguradoras, em 2016, representaram 5,8% do Produto Interno Bruto (PIB), menos 1,3 pontos percentuais que em 2015, conforme avança a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF). Em 2015 representavam 7,1% do PIB, segundo consta no Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões, disponibilizado pela ASF, sendo este o denominado índice de penetração de seguros.

As seguradoras prosseguem objetivos de criação de valor, atuando num mercado concorrencial e fortemente regulado (Lozano, 2001). Com vista a assegurar a estabilidade do mercado segurador e cobrir as suas obrigações futuras perante os seus clientes, estas instituições financeiras têm que constituir provisões. Trata-se de provisões económicas, legais e obrigatórias³, que os seguradores devem realizar com base em estimativas, por norma baseadas em dados históricos e na expectativa dos gestores, mais propriamente dos diretores financeiros (*Chief Financial Officers*, doravante designados por CFOs). As provisões constituem uma das mais importantes rubricas na Demonstração da Posição Financeira das empresas de seguros (Santos, 2007).

Pelo papel de relevo atribuído a esta rubrica e o seu impacto nos resultados e desempenho financeiro da empresa, ela é objeto de supervisão por auditores e pela ASF. Sendo estas provisões estimadas pelos CFOs, estarão sujeitas ao otimismo e aos estados de espírito destes gestores e à forma como encaram a evolução da economia e das suas próprias empresas. É expectável que os gestores, tal como outro ser humano, estejam sujeitos a emoções e sentimentos num quadro próprio de crenças e valores (Lobão, 2013; Horta e Lobão, 2018). Estarão estes fatores associados ao nível e à variação da constituição de provisões nas empresas seguradoras? Ou dispendo os CFOs de conhecimentos mais sofisticados do ponto de vista técnico, não estarão eles mesmo sujeitos a estes 'enviesamentos'? Trata-se de questões que têm sido analisadas à luz das Finanças Comportamentais, um ramo das Finanças que alia os critérios ditos tradicionais de rendibilidade e risco às disciplinas cognitivas, especificamente a psicologia e a sociologia.

O presente artigo visa analisar a associação entre as provisões regulamentares das empresas seguradoras e os estados de espírito dos CFOs, na aceção anglo-saxónica 'managerial sentiment' (ver por exemplo, Horta e Pinheiro (2017) para uma recente análise da associação entre a constituição de provisões e imparidades na banca nos Estados Unidos e o 'managerial sentiment'). As Finanças Comportamentais têm cerca de seis décadas de existência, mas a sua aplicação às instituições financeiras é, tanto como sabemos, um fenómeno recente e os estudos realizados são escassos.

³ Reservas constituídas com o objetivo de reconhecer responsabilidades cuja natureza esteja claramente definida e que à data do [balanço](#) sejam de ocorrência provável ou certa, mas cujo valor ou data de ocorrência permaneçam incertas.

O valor das provisões tem impacto no resultado do exercício de cada seguradora, podendo posicioná-la mais favoravelmente num mercado que se revela cada vez mais exigente e concorrencial. Daí a pertinência de analisar se a constituição de provisões estará associada ao otimismo ou ao pessimismo dos gestores, às expectativas que eles formem relativamente à evolução da economia e das empresas onde se inserem, à vontade que tenham em atrasar a assunção de responsabilidades de maior monta que porventura tenham alguma probabilidade em ocorrer, ou em atuarem de forma excessivamente prudente antecipando a ocorrência de sinistros de baixa probabilidade. Estes determinantes radicam na disciplina das Finanças Comportamentais, uma extensão das Finanças ditas tradicionais. Diversos autores referem-se a estes fenómenos apelidando-os de parte 'irracional' ou não explicada pelas variáveis macroeconómicas e pelos princípios das Finanças Tradicionais. Por outras palavras, os fatores psicológicos e emocionais poderão influenciar as decisões dos CFOs, afastando-os daquilo que se considerava *a priori* previsível ou racional numa lógica determinística. Esta visão assenta precisamente no facto de os seres humanos estarem sujeitos a emoções, a otimismo, a pessimismo, poderem ser prudentes ou excessivamente arrojados, em suma a «estados de alma» e não somente ao determinismo da física Newtoniana (Horta e Pinheiro, 2017).

O estudo assenta numa análise detalhada da evolução das provisões técnicas constituídas entre o período de 2007 e 2016, por 39 seguradoras portuguesas que compõem a amostra, representando mais de 70% do número total de 55 instituições financeiras da indústria seguradora operando em Portugal. Apesar da existência de diversos estudos no âmbito da constituição de provisões do ponto de vista contabilístico, tanto quanto nos é dado conhecer, nunca a constituição de provisões foi estudada a par com as Finanças Comportamentais.

Usando uma medida de 'managerial sentiment' dos CFOs (sentimento dos CFOs) resultante de inquéritos realizados desde há longa data pela *Duke University*, uma reputada universidade dos Estados Unidos, a análise empírica realizada sugere uma associação negativa entre o nível e a variação da constituição de provisões e o otimismo dos CFOs relativamente à evolução da economia, quer na Europa quer em Portugal e bem assim à evolução das suas próprias empresas. Níveis de provisionamento mais reduzidos ou com menor variação face ao período anterior estarão associados a níveis de otimismo mais elevados, *ceteris paribus* conduzindo a resultados líquidos superiores. Se, por outro lado, estivermos perante níveis de otimismo mais baixos, quando os CFOs se revelam mais prudentes, encontraremos provavelmente resultados líquidos mais reduzidos, também neste caso podendo afetar o ambiente concorrencial. Este fenómeno tem influência não somente na concorrência entre empresas seguradoras e instituições financeiras em geral, mas igualmente na sustentabilidade das próprias empresas seguradoras. Pela sua relevância, este tema e a análise que o presente estudo apresenta interessarão a reguladores e supervisores e aos profissionais do sector em geral, assim como aos acionistas das empresas seguradoras.

2. Compromissos dos CFOs na constituição de provisões

A atividade seguradora tem como característica distintiva o facto de o seu ciclo operacional ser invertido, porquanto no sector segurador os recebimentos antecedem os pagamentos de eventuais indemnizações, caso ocorra o sinistro cujo risco se transferiu para a empresa seguradora (Barroso, 1999). O tomador de seguro tenta segurar para evitar a perda não para garantir um proveito consequente de um sinistro (Rocha e Oliveira, 1980).

Esta denominada inversão do ciclo operacional exige um controlo rigoroso, uma vez que as empresas seguradoras, por via dos recebimentos antecipados acumulam capitais bastante elevados a que estão associados compromissos futuros de realização incerta. Por tal motivo, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) define um limite para a utilização de capitais detidos, e requer contrapartida em garantias financeiras para assegurar os pagamentos futuros a prestar aos clientes e demais partes interessadas, na ocorrência de um sinistro.

As garantias financeiras de constituição obrigatória são resultado de cálculos baseados em princípios económicos e traduzem-se em provisões específicas, que visam garantir que as seguradoras dispõem a qualquer momento de ativos suficientes para fazer face às responsabilidades resultantes da sua atividade (Santos, 2007). Os CFOs são assim instados a calcularem essas provisões, socorrendo-se em grande medida de dados passados. Todavia, enquanto seres humanos sujeitos a emoções e com uma matriz de valores e crenças, os CFOs atenderão às suas expectativas, parte das quais radica nos seus estados de espírito e, mais concretamente, no nível de otimismo ou de pessimismo que o futuro próximo lhes transmite, porquanto dispõem de alguma margem de manobra nas estimativas para constituição de provisões. Assim, o estudo da relação entre as expectativas e o otimismo, deve ser analisada no campo das Finanças Comportamentais.

Na aceção de Lintner (1998), as Finanças Comportamentais são a ferramenta de estudo que dá suporte teórico à forma como os CFOs tendem a interpretar a informação financeira disponível e a agir de acordo com os seus níveis de otimismo perante a tomada de decisão. Outro dos investigadores da área, Thaler (1999) apelida o mesmo conceito de 'finanças *open-minded*'. Segundo Thaler (1999), há a possibilidade de alguns dos agentes económicos, como os CFOs, não se comportarem sempre de forma completa e perfeitamente racional num quadro de permanente previsibilidade.

Indubitavelmente, e conforme Baker e Nofsinger (2010) aduzem, as Finanças Comportamentais são uma área do conhecimento relativamente recente, mas que rapidamente se tem propagado, na tentativa de interpretar de forma mais completa as decisões económicas e financeiras, nomeadamente na parte que as Finanças Tradicionais não conseguem abarcar. As Finanças Comportamentais afiguram-se assim como uma virtuosa aliança entre as ciências comportamentais e cognitivas, por um lado, e a Economia e as Finanças Tradicionais, por outro lado.

São escassos os estudos sobre constituição de provisões, ou outras rubricas não monetárias, em instituições financeiras à luz das Finanças Comportamentais. Uma exceção bem recente é um artigo de Hribar et al. (2017) que analisam a constituição de provisões e imparidades em bancos norte-americanos e a sua relação com 'managerial sentiment'. Os autores encontram uma forte associação entre a variável de interesse, os estados de alma dos CFOs ('managerial sentiment'), e a constituição de provisões e cálculos de imparidades e outrossim os abates ao ativo. O nosso artigo inspira-se igualmente num estudo recente e ainda não publicado de Horta e Pinheiro (2017) sobre temática análoga para uma amostra de bancos americanos cotados no índice S&P500. Usando um método econométrico sofisticado, Horta e Pinheiro (2017) encontram uma associação negativa ente os valores extremos da variação da constituição de provisões e o otimismo dos CFOs para a banca norte-americana.

Afigura-se compreensível que um CFO otimista quanto ao futuro da economia e à evolução da sua empresa num futuro próximo adie o reforço de provisões, por pensar que no período seguinte em que tenha que apresentar Contas os cenários mais pessimistas não ocorrerão ou serão mesmo invertidos. *Mutatis mutandis*, um CFO pessimista quanto ao futuro da economia e da sua empresa tenderá a ser excessivamente prudente e a 'carregar' na rubrica não monetária das provisões, até exagerando nas estimativas. São duas faces de uma mesma moeda e que em comum têm o ser humano com os seus princípios, crenças e estados de alma, e que extravasam a explicação que a envolvente macroeconómica possa dar. As Finanças Tradicionais atendem à rentabilidade e ao risco num ambiente em que os agentes económicos maximizam a sua utilidade. Não conseguem atender aos aspetos emocionais na tomada de decisão. As Finanças Comportamentais colmatam esta lacuna.

Neste enquadramento, a constituição e reforço de provisões traduzirá um compromisso entre as exigências regulamentares e o nível de prudência ou de arrojo dos CFOs, explicável pelos seus níveis de otimismo.

3. Dados, Metodologia e Variáveis

3.1 Amostra e Dados

Este artigo tem como objetivo analisar os montantes de provisões técnicas a partir dos dados divulgados nos relatórios anuais de 39 empresas seguradoras em Portugal, de 2007 a 2016, facultados pela ASF. A variável de interesse são os resultados dos inquéritos realizados pela *Duke University*⁴, que, entre outras variáveis, recolhem dados sobre o otimismo e o pessimismo dos gestores face à evolução da economia e das empresas em que se inserem.

Os resultados dos inquéritos efetuados aos diretores financeiros das empresas, que se encontram espalhados pelo Mundo, são disponibilizados no sítio da internet, *Duke CFO Global Business Outlook*, detido pela *Duke University*, em parceria com a revista *CFO Magazine*. Estes inquéritos são realizados a cada trimestre do ano, sob diferentes formas, e por localização alvo, nomeadamente, nos Estados Unidos, Europa, Canadá, África, América Latina, Ásia, China e Japão. Dos inquéritos efetuados é possível obter médias ponderadas de vários indicadores, tais como, expectativa dos CFOs acerca do crescimento dos ganhos, custos com publicidade, empregabilidade, salários, produtividade, dividendos, otimismo acerca da economia em que os CFOs se inserem e otimismo relativamente à organização em que colaboram. Para a amostra em estudo, selecionaram-se os indicadores de otimismo, entre 2007 e 2016, para o terceiro e quarto trimestre de cada ano, quer para Portugal quer para a Europa. No capítulo seguinte descrevemos mais detalhadamente estes dados comportamentais.

Recolheram-se as Demonstrações Financeiras, nomeadamente, Demonstrações de Resultados que contêm a Conta Técnica e a Conta Não Técnica, e as respetivas Demonstrações das Posições Financeiras, para todas as 39 seguradoras da amostra, constituindo-se assim uma base de dados única. A Tabela 1 apresenta as 39 seguradoras portuguesas que compõem a amostra e o ramo onde atuam (Vida, Não Vida ou Mista⁵).

⁴ Uma das mais prestigiadas universidades privadas, em sétimo lugar no *ranking* das melhores universidades dos Estados Unidos da América.

⁵ Seguradores que atuam em simultâneo no Ramo Vida e Não Vida.

No que concerne aos prémios e sinistros processados durante o período em análise, é possível concluir, através da leitura da Figura 1, que desde 2007 o valor dos prémios se sobrepõe ao valor dos sinistros, à exceção dos anos 2011, 2012 e 2016, em que a situação é inversa, traduzindo-se em taxas de sinistralidade⁶ extremamente elevadas. Em 2008 os sinistros também foram superiores aos prémios processados, embora por uma diferença pouco significativa, de cerca de 0,001 M€. Os prémios atingiram um máximo de 7.355 M€ em 2010 e um mínimo de 4.811 M€ em 2012. Os sinistros, um máximo de 7.410 M€ em 2011 e um mínimo de 4.857 M€.

Uma vez que a atividade central (*core business*) das empresas de seguros resulta dos prémios emitidos, representando desta forma o seu produto ou rédito, é natural que o resultado líquido acompanhe a tendência evolutiva de prémios e sinistros. Calculado o resultado líquido médio anual das empresas que compõem a amostra, pode confirmar-se que nos anos em que os sinistros foram inferiores aos prémios, a amostra apresenta resultados líquidos positivos, conforme ilustrado na Figura 2.

A evolução das provisões técnicas anuais constituídas, de acordo com as necessidades de cada companhia, encontra-se evidenciada na Figura 3. O valor de provisões manteve-se constante durante a crise sentida em Portugal nos anos de 2008 e 2009, e só aumentou em 2010, mantendo-se desta feita em níveis mais baixos, designadamente durante o período de assistência económica e financeira a Portugal.

3.2 Duke University – Dados de Otimismo

Os resultados dos inquéritos ministrados pela *Duke University* têm histórico desde 1996, e são apresentados não só separadamente por localização alvo, como também se apresentam de três formas agregadas diferentes: *Key Results Summary*, onde constam os principais resultados em forma de tabela, *High-Level Results* onde os resultados são divulgados de forma completa, detalhada e exaustiva, e por último *Cross-Tab Tables*, correspondendo a resultados que têm em conta as características das empresas, da indústria e da sua localização.

Para a amostra em estudo, optou-se por utilizar a informação sob a forma de *Key Results Summary*, para os dados acerca da Europa e *Cross-Tab Tables*, relativamente aos dados de Portugal, continente e país onde as seguradoras da amostra de estudo operam, selecionando os indicadores de otimismo, entre 2007 e 2016, para o terceiro e quarto trimestre de cada ano.

Pela importância que estes indicadores têm na investigação, as Figuras 4 e 5 representam a evolução do otimismo acerca da economia europeia, e acerca da economia portuguesa, dos CFOs que atuam nesses mercados, para o quarto trimestre de cada um dos anos do período em análise. Como se pode observar nos gráficos, os anos de menor otimismo foram os anos de 2008, 2012 e 2015, organizados por ordem decrescente. De salientar que o ano de 2015, no mercado português, foi um ano em que o pessimismo se sobrepôs ao otimismo, ao contrário do que se constata no mercado europeu. Por outro lado, os anos de maior otimismo quanto à economia europeia passaram pelos exercícios financeiros de 2009, 2010 e 2013, mas nunca atingindo valores em absoluto tão elevados como os de menor otimismo. Já quanto à economia portuguesa, os anos em que se registou maior otimismo foram 2009, 2010, 2014 e 2016.

⁶ Taxa de Sinistralidade = $\frac{\text{Indemnizações}}{\text{Prémios Adquiridos}}$

O pessimismo em Portugal revelou-se de forma generalizada na fase em que o país suportava uma crise, grave e duradoura, iniciada em 2008, da qual emergiram fenómenos sociais mais graves, desequilíbrios financeiros e desmedidos endividamentos público e privado. A visão que predominou acerca da desaceleração do crescimento económico então registada foi a de que seria apenas uma fase que não afetaria o processo de convergência com os países mais ricos da União Europeia. Na altura, o foco da discussão centrou-se no problema da sustentabilidade das Finanças Públicas. Porém, os anos seguintes confirmaram a existência de um problema de falta de crescimento mais estrutural, para além do problema das Finanças Públicas. A crise financeira internacional veio demonstrar a gravidade dos desequilíbrios acumulados ao longo das décadas anteriores e o bloqueio que representaram para o crescimento e para o mercado concorrencial da economia portuguesa. Esta perceção está refletida nas Figuras 3 e 4. Os anos de 2008 e 2011 em que os níveis de otimismo quanto à economia europeia foram menores, os resultados líquidos médios anuais da amostra, foram negativos, o que compreensivelmente revela alguma associação entre os dois fenómenos. Apesar do resultado líquido médio anual ser igualmente negativo em 2014, os níveis de otimismo não acompanharam este desfecho, talvez pelo facto dos CFOs preverem a chegada de melhores dias e consequentemente resultados positivos. Em períodos de mais otimismo, os CFOs têm tendência a estimar menores provisões. O máximo do otimismo na economia Portuguesa (PT) é de 66,70% em 2014 e 2016, e para o Otimismo (Banca e Seguros) é de 69,20%, coincidindo com o máximo do Resultado Líquido Médio Anual da amostra de estudo, registado em 2013 (14.281 M€). No mesmo ano de 2013, registou-se o mínimo de sinistros (4.857 M€). Estas variáveis apresentaram valores superiores no terceiro trimestre, em termos médios.

3.3 Metodologia

A identificação dos determinantes da constituição de provisões técnicas foi efetuada com recurso ao modelo de regressão linear múltipla, à semelhança de outros estudos (ver por exemplo, Taylor, 2001). A variável de interesse é o otimismo dos CFOs, usando medidas alternadas, como adiante se ilustra. A variável dependente são as provisões técnicas, quer em níveis quer em variação. Os resultados que adiante se detalham referem-se a utilizar a variação das variáveis, mas os resultados em níveis estão disponíveis mediante pedido aos autores.

3.4 Definição de variáveis

A variável dependente a considerar para efeitos deste estudo é o valor de provisões, ora em diante representadas por PROV. Foi possível recolher esta variável através da análise da Demonstração da Posição Financeira de todas as seguradoras da amostra, reunindo provisões de ativo e provisões de passivo. Entre 2007 e 2016, as taxas de variação anuais (*year-on-year*) das provisões atingiram um mínimo de -11,68%, e um máximo de 6,82%. A taxa de variação mínima é o reflexo da variação absoluta do montante de provisões, de 2010 para 2011, mais especificamente, de 25.312 M€ para 22.356 M€, respetivamente. Apesar de o ano de 2010 ter sido o ano em que se constituíram mais provisões, o valor máximo da taxa de variação ocorreu de 2013 para 2014, passando de 22.138 M€ de provisões constituídas para 23.448 M€.

Para compreender quais as variáveis que mais influência exercem aquando da constituição de provisões técnicas, para além das provisões que representam a variável de entrada, selecionaram-se variáveis explicativas de duas dimensões: macroeconómicas e comportamentais. As variáveis de dimensão macroeconómica correspondem à variação do PIB, da taxa de inflação, da taxa de desemprego, e da produtividade no trabalho, comumente usadas em estudos desta natureza (Hribar, 2017). Estas variáveis referem-se aos determinantes ditos ‘racionais’ que podem explicar a decisão racional dos CFOs de constituir mais ou menos provisões conforme a evolução do clima económico.

O ano de 2010, exercício em que as provisões foram mais elevadas, coincide com um dos valores mínimos do PIB e com o máximo da taxa de inflação. No ano anterior observou-se a maior taxa de desemprego do período amostral e também a menor taxa de produtividade no trabalho.

No que concerne às variáveis de dimensão comportamental optou-se pela taxa de otimismo quanto à Economia Europeia, quanto às empresas Europeias, quanto à Economia Portuguesa, quanto às empresas Portuguesas e por último quanto à indústria de banca e seguros. Estas são as variáveis de interesse, uma vez que irão contribuir de forma direta para responder à questão central deste artigo: de que forma é que a ‘não racionalidade’ dos CFOs influencia o valor de provisões constituídas? Será que os CFOs se deixam levar pelas emoções, pelos seus receios e hesitações, pelos obstáculos com que as empresas se confrontam no quotidiano, pelas opiniões de terceiros?

Em Portugal, no período em análise a média do otimismo dos CFOs situou-se abaixo dos 50%, numa escala de 0 a 100%, revelando que foram poucos os anos em que os CFOs evidenciaram níveis de otimismo elevados, o que justifica a constituição de montantes de provisões mais elevados. Mesmo assim existe variabilidade nos níveis de otimismo.

A tabela 2 apresenta as siglas que irão ser utilizadas mais adiante para referência das diversas variáveis.

3.5 Hipóteses

As hipóteses a testar, sumariadas na Tabela 3, são as seguintes:

- H1:** Existirá uma relação negativa entre o montante de provisões constituídas e o Otimismo dos CFOs quanto à economia Europeia (Otimismo Ec. (EUR))?
- H2:** Existirá uma relação negativa entre o montante de provisões constituídas e o Otimismo dos CFOs quanto às empresas Europeias (Otimismo (EUR))?
- H3:** Existirá uma relação negativa entre o montante de provisões constituídas e o Otimismo dos CFOs quanto à economia Portuguesa (Otimismo Ec. (PT))?
- H4:** Existirá uma relação negativa entre o montante de provisões constituídas e o Otimismo dos CFOs quanto às empresas Portuguesas (Otimismo (PT)) ?
- H5:** Existirá uma relação negativa entre o montante de provisões constituídas e o Otimismo dos CFOs quanto à indústria de Banca e Seguros (Otimismo (Banca e Seguros))?

De acordo com as hipóteses anteriormente apresentadas e no sentido de identificar os determinantes na constituição de provisões, as equações que nos permitirão testar as hipóteses são as seguintes:

$$(1) \text{ PROV} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Otimismo Ec. (EUR)}_{it} + \beta_2 * \text{PIB}_{it} + \beta_3 * \text{INFL}_{it} + \beta_4 * \text{DESEMP}_{it} + \beta_5 * \text{PROD}_{it} + \varepsilon$$

$$(2) \text{ PROV} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Otimismo (EUR)}_{it} + \beta_2 * \text{PIB}_{it} + \beta_3 * \text{INFL}_{it} + \beta_4 * \text{DESEMP}_{it} + \beta_5 * \text{PROD}_{it} + \varepsilon$$

$$(3) \text{ PROV} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Otimismo Ec. (PT)}_{it} + \beta_2 * \text{PIB}_{it} + \beta_3 * \text{INFL}_{it} + \beta_4 * \text{DESEMP}_{it} + \beta_5 * \text{PROD}_{it} + \varepsilon$$

$$(4) \text{ PROV} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Otimismo (PT)}_{it} + \beta_2 * \text{PIB}_{it} + \beta_3 * \text{INFL}_{it} + \beta_4 * \text{DESEMP}_{it} + \beta_5 * \text{PROD}_{it} + \varepsilon$$

$$(5) \text{ PROV} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Otimismo (Banca e Seguros)}_{it} + \beta_2 * \text{PIB}_{it} + \beta_3 * \text{INFL}_{it} + \beta_4 * \text{DESEMP}_{it} + \beta_5 * \text{PROD}_{it} + \varepsilon$$

Em todas as cinco equações apresentadas, o índice i corresponde à empresa seguradora ($i=1, \dots, 39$), e o índice t , por sua vez, equivale ao ano considerado ($t=2007, \dots, 2016$).

As equações de (1) a (5) têm o mesmo objetivo, testar estatisticamente a relação existente entre o nível de otimismo medido no quarto trimestre e as provisões em final de ano. A variável dependente para todos os modelos são as provisões (PROV), e as variáveis independentes são as de dimensão macroeconómica e comportamental, neste último caso com medidas alternadas. Foram em primeiro lugar efetuados testes de hipóteses para assegurar que os coeficientes a estimar são estatisticamente diferentes de zero e usaram-se estimadores robustos para o cálculo dos desvios padrão evitando enviesamentos por heterocedasticidade.

No que concerne aos parâmetros dos modelos, β_0 é uma constante e β_i são os impactos marginais a estimar. Por outro lado, ε é o erro ou a parte da variância das provisões que o modelo econométrico não consegue explicar (Wooldridge, 2006).

4. Análise dos Resultados

A identificação dos fatores estatisticamente significativos na constituição de provisões técnicas foi efetuada com recurso à análise de regressão linear múltipla. Os resultados apresentados na Tabela 6 sugerem que o nível de otimismo verificado no último trimestre do ano tem influência na variação do valor de provisões técnicas constituídas no final de cada exercício. Para as diversas medidas alternativas de otimismo existe uma relação negativa entre reforço de provisões e otimismo, estatisticamente significativa a 5%. Por outras palavras, quanto maior o nível de otimismo dos CFOs quanto à economia ou à sua empresa, menores provisões os CFOs sentem necessidade de constituir e vice-versa. Foram realizados testes de robustez utilizando uma medida desfasada de otimismo, atrasada no tempo: dados dos inquéritos da *Duke University* para o terceiro trimestre do ano. Mas os resultados destes testes de robustez não evidenciam que o otimismo passado esteja estatisticamente associado ao nível de provisões constituídas pelos CFOs. Os resultados destes testes estão disponíveis e podem ser obtidos junto dos autores.

O facto de a significância do otimismo se situar em 5% e não ser mais forte, a 1%, poderá resultar de os CFOs no sector segurador serem profissionais mais sofisticados, com melhor e mais completa informação sobre a sua atividade e os mercados financeiros e, assim, não estarem expostos a 'sentimento' de forma tão franca quanto a de outros profissionais noutras indústrias não financeiras.

O PIB afeta positivamente a variação do nível de provisões o que pode ser explicado indiretamente pelo facto de em momentos de crescimento de economia as empresas crescerem em negócio e consequentemente para um mesmo nível de provisionamento o valor absoluto crescer. A Inflação afeta negativamente as provisões, o que não sendo intuitivo poderá resultar na valorização nominal das garantias já prestadas anteriormente, evitando assim o reforço de provisões. A taxa de produtividade no trabalho (PROD) está negativamente associada à variação das provisões o que afigura intuitivo.

Os resultados sugerem que apesar dos CFOs tomarem decisões com base na racionalidade que pode ser explicada pelas variáveis macroeconómicas, há ainda que considerar a influência do sentimento, pressuposto a que as Finanças Comportamentais atendem.

5. Conclusões

O mercado segurador está cada vez mais globalizado e dinâmico, e em Portugal assiste-se a uma forte concorrência, impondo pressão crescente sobre os gestores. Os diretores financeiros (CFOs) das empresas seguradoras são instados a criar valor e apresentar resultados, tendo como restrição a forte regulação do sector e princípios de sustentabilidade a médio e longo prazo.

Neste ambiente, onde cada vez mais o tempo para análise e tomada de decisão se vai reduzindo, muito também pela pressão da concorrência, os CFOs deparar-se-ão muitas vezes com dúvidas sobre a melhor forma de atuar, mesmo considerando que dispõem de informação completa e que os mercados são eficientes (Fama, 1970; Fama, 1998). Mas, sobretudo, os CFOs são seres humanos e, como tal, sujeitos não somente a dúvidas, mas igualmente a diferentes níveis de otimismo, consoante as expectativas que criam da evolução dos mercados e das suas empresas. Estudos recentes na indústria financeira têm analisado o papel dos sentimentos e emoções dos gestores na atividade que desenvolvem e nas decisões que tomam (Hribar, 2017; Horta e Pinheiro, 2017). Estes estudos baseiam-se nos princípios das Finanças Comportamentais. As Finanças Comportamentais não pretendem revogar os modelos das Finanças Tradicionais mais preocupadas com a rentabilidade e risco numa lógica determinística, pretendem, ao invés, contribuir para uma melhor e mais completa compreensão do que ocorre nos mercados e que não seja cabalmente explicado pelos modelos tradicionais.

Tem-se questionado assim o pressuposto de as decisões na área das Finanças serem estritamente racionais e atenderem somente ao que pode ser explicado pelas variáveis económicas observáveis. O presente artigo adota esta posição crítica, analisando de que forma é que os 'estados de alma' – o sentimento – dos CFOs se encontra associado à constituição de provisões técnicas.

Através da análise das Demonstrações Financeiras das 39 empresas seguradoras operando em Portugal constatou-se, de forma empírica, que o otimismo dos CFOs está negativamente associado ao processo de constituição de provisões. Esta visão mais abrangente do processo de constituição de provisões por parte dos CFOs tem naturalmente impacto nos resultados das empresas e na concorrência no mercado segurador. Em situações de maior otimismo a variação na constituição de provisões é negativa, mesmo tendo em consideração os tradicionais fatores macroeconómicos.

As Finanças Comportamentais constituem assim um promissor campo de pesquisa futura aplicado aos mercados e instituições financeiras. Do que conhecemos, este estudo inaugura a aplicação das Finanças Comportamentais ao mercado segurador. Os resultados obtidos para o mercado em Portugal interessarão não somente a supervisores que pugnam pela estabilidade do sector, mas igualmente a acionistas e outras partes interessadas na criação de valor e no posicionamento das empresas seguradoras no mercado.

Bibliografia

- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões – Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões 2015 [em linha]. [Consultado em 18 Abr 2017]. Disponível em :<http://www.asf.com.pt/NR/exeres/9761BAC3-D3A7-4DEB-928C-C1FAAB73D544.htm>.
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões – Dados provisórios sobre a produção das Empresas de Seguros em 2016: Prémios (mercado) [em linha]. [Consultado em 23 outubro de 2017]. Disponível em: http://www.asf.com.pt/ISP/Estatisticas/seguros/estatisticas_anuais/premios/mercado_f_juridica/mercado.htm
- Baker, H.K., Nofsinger, J.R. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets* (London: Wiley).
- Barroso, M.N. (1999). *Garantias financeiras das empresas de seguros* (Lisboa: ed. UAL).
- Estrela, M. (2002). 110 anos a Construir um Futuro mais Seguro (Ponta Delgada: Açoreana Editora).
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25(2): 383-417.
- Fama, E.F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49(3), 283-306.
- Horta, P. e Lobão, J. (2018). Global and extreme dependence between investor sentiment and stock returns in European markets. *Journal of Behavioral Finance* 19(2): 141-158.
- Horta, P., Pinheiro, C.M. (2017). Does managerial sentiment play a role in banking? mimeo.
- Hribar, P., Melessa, S.J., Small, R.C., Wilde, J,H, (2017). Does managerial sentiment affect accrual estimates? Evidence from the banking industry. *Journal of Accounting and Economics* 63(1): 26-50.
- Lintner, G. (1998). Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner* 13(1): 7-8.
- Lobão, J. (2013). *O Factor Humano na Decisão Empresarial* (Lisboa: Editora Atual).
- Lozano, A. (2001). *Manual de Introducción al Seguro* (Madrid: Editorial MAPFRE, S.A.).
- Rocha, A., Oliveira, F. (1980). *Princípios do Seguro* (Porto: Figueirinhas).
- Santos, J. (2007). *Contabilidade de Seguros*, 2ª ed (Lisboa: Quid Juris).
- Silva, C. (2000). *Da economia e da Gestão nas Empresas de Seguros* (Porto: ed. Vida Económica)
- Taylor, S.A. (2001). Assessing the use of regression analysis in examining service recovery in the insurance industry: Relating service quality, customer satisfaction, and customer trust. *Journal of Insurance Issues* 24(1-2): 30–57.

Thaler, R. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal* 55(6): 12-17.

Vieira, M.G. (2012). *Introdução aos Seguros* (Porto: ed. Vida Económica)

Wooldridge, J. (2006). *Introdução à Econometria* (São Paulo, Brasil: Thomson Learning).

Figura 1. Amostra - Prémios e Sinistros

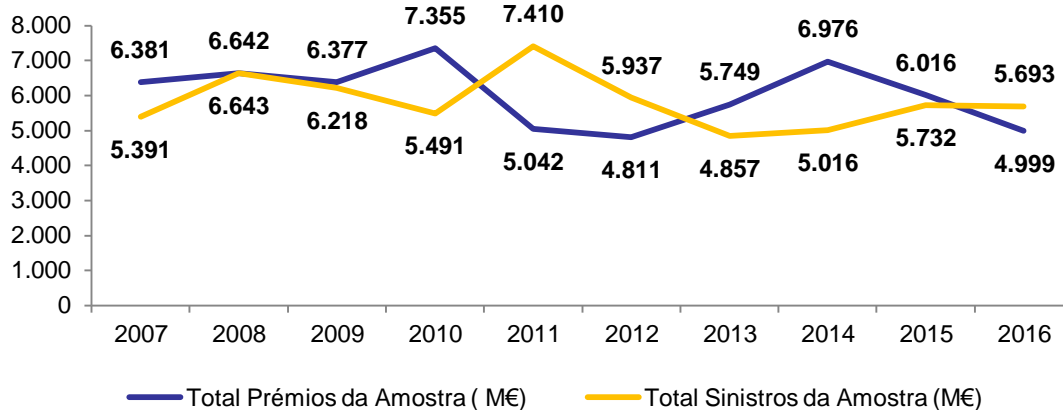


Figura 2. Amostra - Evolução do Resultado Líquido Médio Anual

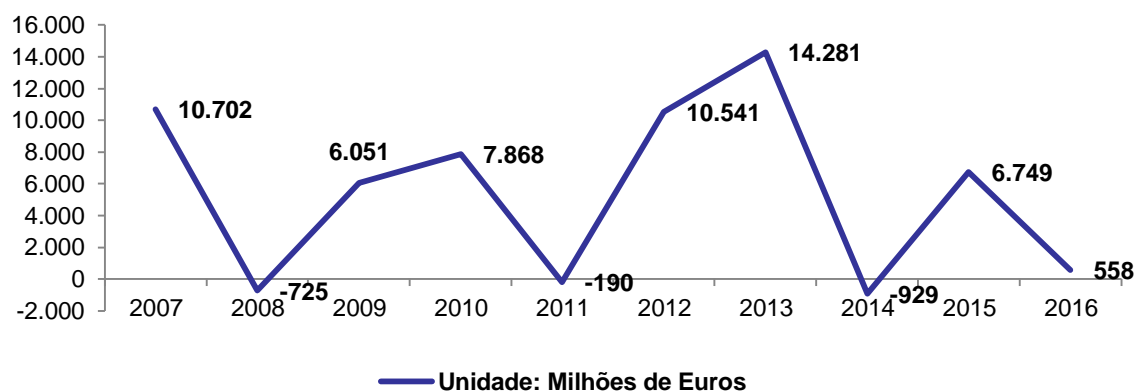


Figura 3. Amostra - Provisões

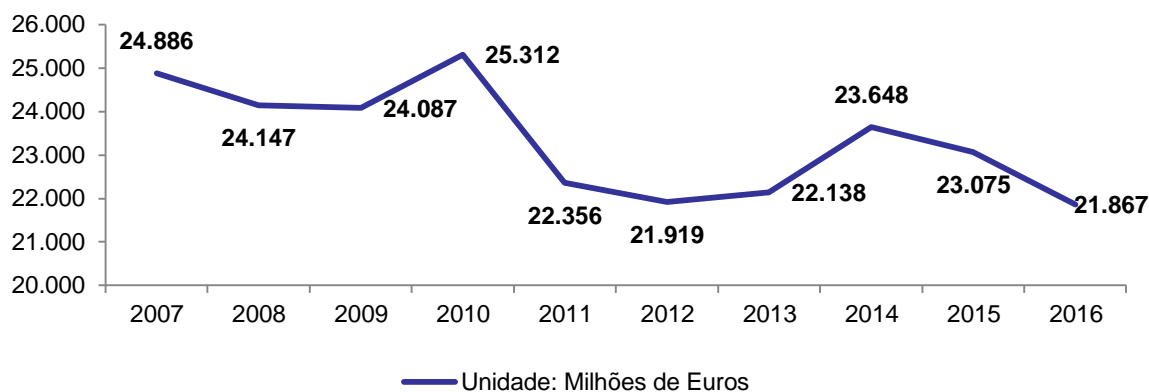


Figura 4. Otimismo dos CFOs quanto à Economia Europeia

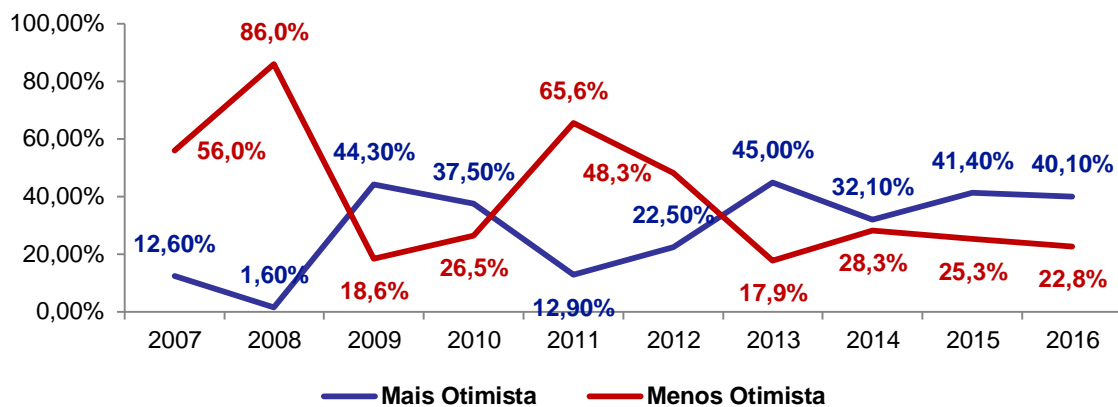


Figura 5. Otimismo dos CFOs quanto à Economia Portuguesa

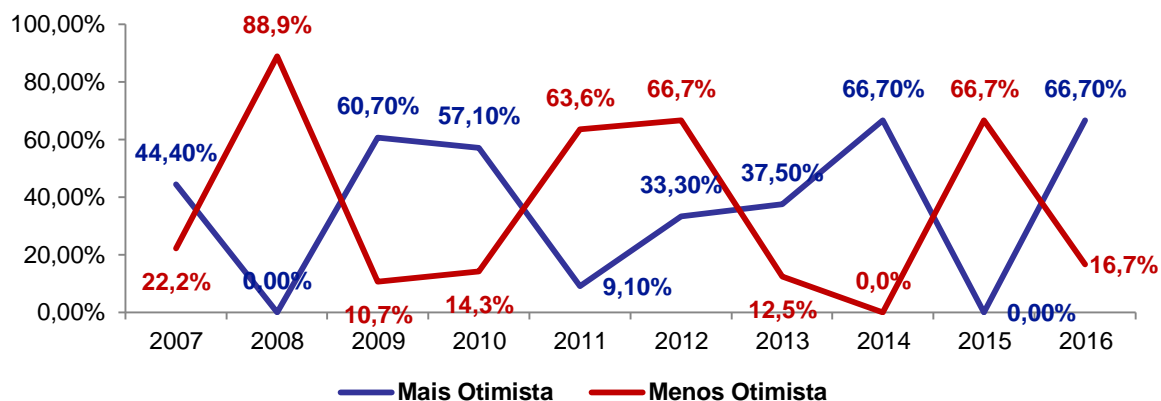


Tabela 1. Empresas de seguros da amostra

Designação das Seguradoras	Ramo
Açoreana Seguros, S.A.	Mista
Liberty Seguros, S.A.	Mista
Fidelidade - Companhia de Seguros, S.A.	Mista
Mútua dos Pescadores, Mútua de Seguros, C.R.L	Não Vida
Generali Vida - Companhia de Seguros, S.A.	Vida
Ocidental - Companhia Portuguesa de Seguros, S.A. NV	Não Vida
Ocidental - Companhia Portuguesa de Seguros, S.A. - Vida	Vida
Lusitania Vida, Companhia de Seguros, S.A.	Vida
Lusitania, Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
Companhia de Seguros Allianz Portugal, S.A.	Mista
Real Vida Seguros, S.A.	Mista
Companhia de Seguros Tranquilidade, S.A.	Não Vida
Ageas Portugal - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	Vida
Cosec - Companhia de Seguro de Créditos, S.A.	Não Vida
Companhia Portuguesa de Resseguros, S.A.	Não Vida
BPI Vida e Pensões - Companhia de Seguros, S.A.	Vida
Victoria - Seguros de Vida, S.A.	Vida
Groupama Seguros, S.A.	Não Vida
Groupama Seguros de Vida, S.A.	Vida
GNB - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	Vida
Europ Assistance - Companhia Portuguesa de Seguros, S.A.	Não Vida
Crédito Agrícola Seguros - Companhia de Seguros de Ramos Reais, S.A.	Não Vida
Fidelidade Assistência - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
Ageas Portugal - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
Médis - Companhia Portuguesa de Seguros de Saúde, S.A.	Não Vida
Zurich - Companhia de Seguros Vida, S.A.	Vida
Caravela - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
GNB - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
Via Directa - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
Mapfre Seguros Gerais, S.A.	Não Vida
Crédito Agrícola Vida - Companhia de Seguros, S.A.	Vida
Eurovida - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	Vida
Santander Totta Seguros - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	Vida
Victoria - Seguros, S.A.	Não Vida
T-Vida - Companhia de Seguros, S.A.	Vida
Popular Seguros - Companhia de Seguros, S.A.	Não Vida
ACP Mobilidade - Sociedade de Seguros de Assistência, S.A.	Não Vida
Finibanco Vida - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	Vida
Multicare - Seguros de Saúde, S.A.	Não Vida

Tabela 2. Variáveis

Dimensão	Variável	Denominação	Representação
Contabilística	Dependente	Provisões	PROV
Macroeconómica		Produto Interno Bruto	PIB
		Taxa de Inflação	INFL
		Taxa de Desemprego	DESEMP
		Taxa de Produtividade no Trabalho	PROD
Comportamental	Explicativas	Otimismo dos CFOs quanto à economia europeia	Otimismo Ec. (EUR)
		Otimismo dos CFOs quanto às empresas europeias	Otimismo (EUR)
		Otimismo dos CFOs quanto à economia portuguesa	Otimismo Ec. (PT)
		Otimismo dos CFOs quanto às empresas portuguesas	Otimismo (PT)
		Otimismo dos CFOs quanto à indústria da Banca e dos Seguros	Otimismo (Banca e Seguros)

Tabela 3. Modelo

Variáveis Independentes	Símbolo	Equação				
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Otimismo dos CFOs quanto à Economia Europeia	Otimismo Ec. (EUR)	X				
Otimismo dos CFOs quanto às Empresas Europeias	Otimismo (EUR)		X			
Otimismo dos CFOs quanto à Economia Portuguesa	Otimismo Ec. (PT)			X		
Otimismo dos CFOs quanto às Empresas Portuguesas	Otimismo (PT)				X	
Otimismo dos CFOs quanto à indústria de Banca e Seguros	Otimismo (Banca e Seguros)					X

Tabela 4. Estatísticas descritivas

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
PROV	-0,50%	-0,50%	-11,68%	6,82%
PIB	-0,15%	-0,15%	-4,03%	2,49%
INFL	1,33%	1,33%	-0,80%	3,70%
DESEMP	4,68%	4,68%	-14,10%	24,90%
PROD	2,16%	2,16%	-0,20%	4,60%
Otimismo Ec (EUR)	30,01%	30,01%	1,60%	45,00%
Otimismo (EUR)	38,19%	38,19%	8,60%	54,50%
Otimismo Ec (PT)	35,29%	35,29%	1,60%	57,10%
Otimismo (PT)	38,85%	38,85%	8,60%	57,10%
Otimismo (Banca e Seguros)	32,32%	32,32%	0,00%	54,50%

Tabela 5. Correlações Pearson (valores abaixo da diagonal) e Spearman (valores acima da diagonal)

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 PROV	1	0,3455	-0,4788	-0,1030	0,1152	0,3091	0,2970	0,5106	0,2727	0,3766
2 PIB	0,4223	1	-0,0788	-0,5879	0,6727	-0,1879	0,4182	0,3404	0,3212	0,0864
3 INFL	-0,4131	-0,1074	1	0,2364	0,1394	-0,8667	-0,6000	-0,7173	-0,5394	-0,7656
4 DESEMP	-0,1691	-0,6955	0,2874	1	-0,0909	-0,0303	-0,0424	-0,1459	0,2000	0,0370
5 PROD	-0,0115	0,5766	0,4976	-0,5351	1	-0,2364	0,3576	0,0122	0,2606	0,1297
6 Otimismo Ec. (EUR)	0,2841	0,0314	-0,8763	-0,1293	-0,1091	1	0,6364	0,4863	0,4545	0,8705
7 Otimismo (EUR)	0,3936	0,1346	-0,6427	0,0644	0,2001	0,8462	1	0,4863	0,8424	0,8890
8 Otimismo Ec. (PT)	0,3596	0,1297	-0,6687	0,0894	0,0412	0,7258	0,7894	1	0,6930	0,4025
9 Otimismo (PT)	0,3121	0,0945	-0,5311	0,2451	0,1570	0,6825	0,9118	0,8683	1	0,6730
10 Otimismo (Banca e Seguros)	0,3547	0,1374	-0,8878	-0,1943	0,0081	0,9779	0,8344	0,6464	0,6483	1

Valores a negrito representam significância a 1%.

Tabela 6. Regressões

variável dependente: PROV	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 3	Eq. 4	Eq. 5
Variáveis	Coef. (desvio padrão)	Coef. (desvio padrão)	Coef. (desvio padrão)	Coef. (desvio padrão)	Coef. (desvio padrão)
Otimismo Ec. (EUR)	-0,1472** (0,2893)				
Otimismo (EUR)		-0,0221** (0,2602)			
Otimismo Ec. (PT)			-0,0970** (0,2578)		
Otimismo (PT)				-0,1282** (0,2635)	
Otimismo (Banca e Seguros)					-0,0872** (0,2208)
PIB	1,8538* (2,0021)	1,8803** (2,1112)	2,2925** (2,3562)	2,4114** (2,3229)	1,8584** (2,0270)
INFL	-3,2242** (3,2444)	-1,9275** (2,4584)	-2,5344** (2,5594)	-2,6300* (2,3416)	-3,0228** (3,5351)
DESEMP	0,2035* (0,2534)	0,19007** (0,2853)	0,2570** (0,3259)	0,2951** (0,3446)	0,1938* (0,2547)
PROD	-0,0857** (2,0749)	-0,1064** (2,1878)	-0,3054** 2,1424	-0,2123** (2,0812)	0,0462* (2,1531)
Coeficiente de determinação	0,4403	0,4051	0,4244	0,4373	0,4264
Número de observações	390	390	390	390	390

Os asteriscos *, ** e *** representam significância a 10%, 5%, e 1% respetivamente.