

**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**  
**INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

MESTRADO EM GESTÃO E ESTRATEGIA INDUSTRIAL

**FUNDOS SOBERANOS DINAMICAS**  
**ECONOMICAS X POLITICAS**

**Autor:**

**Thiago César Silva de Souza**

**Orientação:**

**Prof. Doutor Jaime Andrez**

**Júri:**

**Prof. Doutor Manuel Cabugueira**

**Prof. Doutor Jaime Andrez**

**Prof. Doutor Manuel Duarte Mendes Monteiro Laranja**

**Fevereiro 2012**



## Resumo

Esta dissertação tem como objectivo principal analisar as dinâmicas e o funcionamento dos Sovereign Wealth Funds (SWF), demonstrando suas origens assim como o seu desenvolvimento nos últimos anos. Através de uma maneira objectiva, traçamos a trajectória histórica, política e económica desde actor financeiro que tem tomado o protagonismo no mercado de capitais nos últimos tempos.

Conseguimos analisar os principais fundos existentes de momento, mesmo com a dificuldade apresentada ao acesso de material e pudemos constatar o papel que os SWF podem desempenhar em momentos de crise financeira.

Utilizamos como método de trabalho o empírico, através de entrevistas e do desenvolvimento de um estudo de caso, a par da pesquisa bibliográfica.

Concluimos, ao longo do trabalho, que o desenvolvimento de um sistema financeiro no qual os fundos fossem consolidam a sua presença, implica o respeito pela transparência do seu funcionamento e a confiança dos investidores.

**Palavras-Chave:** Fundos Financeiros, Fundos Soberanos, Doença Holandesa, Princípios de Santiago, Regulamentação

## Abstract

The main focus of this dissertation is to demonstrate the examine the dynamics and functioning of Sovereign Wealth Funds (SWF) showing its origins and its development in recent years. Through an objective manner traced the historical trajectory, from political and economic actor who has taken the leading role in recent times.

We analyze the main existing funds at the moment, even with the difficulty that the access of vast material, and we understanding the role that SWFs may have in times of financial crises.

We used the method of the empirical work, through interviews, a case study, and research biographic.

In conclusion, throughout the paper that the development of a financial system in which funds were presents the main idea that should be taken with respect to transparency and confidence.

**Keywords:** Financial Funds, Sovereign wealth funds, Dutch Disease, Santiago Principles, Regulations

# I. ÍNDICE

II. ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	6
III. ÍNDICE DE TABELAS.....	6
IV. SIGLAS .....	7
V. AGRADECIMENTOS.....	8
INTRODUÇÃO .....	9
<b>CAPÍTULO 1 - CONTEXTUALIZAÇÃO DOS FUNDOS DE ESTABILIZAÇÃO .....</b>	<b>14</b>
1. DEFINIÇÕES SOBRE OS FUNDOS .....	14
1.1 <i>Fundos de Estabilização</i> .....	17
1.2 <i>Saving Funds</i> .....	18
1.3 <i>Sovereign Wealth Funds</i> .....	19
2. HISTÓRICO DE CONSTITUIÇÃO DOS FUNDOS .....	20
3. OS MAIORES FUNDOS.....	23
<i>Fonte: Wikipedia, the free encyclopedia</i> .....	23
3.1 <i>Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)</i> .....	23
3.2 <i>Government Pension Fund – Global - Noruega</i> .....	24
3.3 <i>Arábia Saudita - Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA)</i> .....	25
3.4 <i>Singapura - Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd - Temasek Holdings</i> .....	26
3.5 <i>Kuwait Investment Authority (KIA)</i> .....	27
3.6 <i>China - State Foreign Exchange Investment Corporation - Central Huijing Holding Company</i> .....	28
4. ALTERNATIVAS CONCEITUAIS DE INSTITUCIONALIZAÇÃO DE FS .....	30
4.1 <i>Instrumentos legais de formalização</i> .....	30
4.2 <i>Regras de entrada e retirada de recursos</i> .....	31
4.3 <i>Regras para alocação de recursos</i> .....	32
4.4 <i>Políticas de parcerias com outras instituições financeiras</i> .....	33
<b>CAPÍTULO 2 - CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DO FUNDOS SOBERANOS E PERSPECTIVAS DE FUTURO..</b>	<b>34</b>
1. EVOLUÇÃO.....	34
2. ASPECTOS MACROECONÓMICOS .....	35
3. DOENÇA HOLANDESA.....	37
4. OS FUNDOS SOBERANOS E A CRISE FINANCEIRA MUNDIAL .....	40
5. A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO.....	44
5.1 <i>Oportunidades de negócios</i> .....	44
5.2 <i>A necessidade de transparência</i> .....	46
5.3 <i>Barreiras indirectas ao investimento estrangeiro directo</i> .....	49
5.4 <i>Princípios de Santiago – Princípios e Praticas Geralmente Aceitados (PPGA)</i> .....	52
5.5 <i>Regras Comunitárias</i> .....	55
<b>CAPÍTULO 3 – ABORDAGEM EMPÍRICA .....</b>	<b>58</b>
1. CASE STUDY: DESENVOLVIMENTO DO FUNDO NORUEGUÊS .....	58
1.1 <i>Formação</i> .....	58

1.2 Mecanismos Captação.....	60
1.3 Gestão.....	60
1.4 Funcionamento do GPF-G e política macroeconómica.....	63
1.5 Responsabilidade Social.....	64
1.6 Perspectivas diante da crise mundial.....	64
2. TESTE EMPÍRICO DO ESTUDO.....	65
2.1 Entrevistados .....	66
2.3 Questões levantadas .....	67
2.4 Interpretação das respostas .....	68
<b>CAPÍTULO 4 – CONCLUSÃO .....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>76</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>82</b>
ANEXO1- SÍNTESE DAS INFORMAÇÕES SOBRE OS ACTUAIS FUNDOS SOBERANOS .....	83
ANEXO 2 - CARACTERIZAÇÃO SINTÉTICA DOS PRINCIPAIS FUNDOS SOBERANOS .....	86
ANEXO 3 - INVESTIMENTOS REJEITADOS DE ACORDO COM A POLITICA DE RESPONSABILIDADE SOCIAL DO FUNDO NORUEGUÊS .....	92
ANEXO 4 – GENERALLY ACCEPTED PRINCIPLES AND PRACTICES (GAPP) .....	95
SANTIAGO PRINCIPLES.....	95

## **II. Índice de Gráficos**

Gráfico 1. Evolução no numero de fundos	20
Gráfico 2. Evolução das reservas internacionais, 2000-2007	33
Gráfico 3 Participação do sector petrolífero na economia norueguesa 2007%	57

## **III. Índice de Tabelas**

Tabela 1. Maiores Fundos Actuais	20
Tabela 2. Investimentos	43
Tabela 3. Benchmark	60
Tabela 4. Retorno anual sobre o Fundo	62
Tabela 5. Resumo das Entrevistas	68

#### IV. Siglas

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
SAMA	Arábia Saudita - Saudi Arabian Monetary Agency
CFIUS	Committee on Foreign Investments in the US
CSF	Copper Stabilization Fund
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSs	Fundos Soberanos
FGF	Future Generations Fund
GRF	General Reserve Fund
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GPFG	Government Pension Fund – Global
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
KIA	Kuwait Investment Authority
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico
PBoC	People's Bank of China
PPGA	Princípios de Santiago – Princípios e Práticas Geralmente Aceitados
SWF	Sovereign Wealth Funds

## **V. Agradecimentos**

Essa tese, assim como tudo na minha vida, não seria possível sem o meu Deus, que é a quem primeiramente devo agradecer por tudo o que tens proporcionado e pelas pessoas que tem colocado em minha vida, fazendo com que eu cresça a nível pessoal e profissional.

Igualmente, agradeço a minha mãe que mesmo distante se faz presente todos os dias através do seu amor por mim; não poderia de deixar de agradecer ao Dauto, que nos últimos tempos tem sido um pai, um irmão, enfim um anjo que Deus colocou nas nossas vidas, por fim gostaria de dedicar esse trabalho ao Cadu, que mesmo pequenino, já é um grande vencedor assim como seus pais que são e sempre serão amigos valiosos em nossas vidas.

Ao corpo docente gostaria de deixar meus parabéns e agradecimentos pelo excelente curso.

Proporcionado, não só me tornei um melhor profissional, mas também um ser humano melhor. Gostaria de prestar meus sinceros agradecimentos, em especial, ao meu orientador Prof. Jaime Andrez, que sempre esteve sempre presente em todos os momentos deste trabalho.



## Introdução

O final dos anos 1990 foi marcado por um período de elevada preocupação no que diz respeito ao risco que os investidores estavam dispostos a correr e que se traduziu por uma fase de queda dos fluxos de capitais para as economias emergentes, que só foram restabelecidos depois de 2002. Os superávits comerciais e de transacções correntes dos países asiáticos e dos exportadores de petróleo, e o reforço das contas externas dos países latino-americanos que, em muitos casos, também passaram a apresentar superávits não apenas comerciais, mas também em transacções correntes, contribuíram para o retorno dos fluxos de capitais. Em 2007, o superávit em transacções correntes dos países em desenvolvimento somou US\$ 583,3 bilhões (1,1% do Produto Interno Bruto – PIB – mundial). Se a esse valor adicionarmos o resultado dos países industrializados da Ásia (Singapura, Coreia, e Taiwan), alcança-se o volume surpreendente de US\$ 685 bilhões (1,3% do PIB mundial)<sup>1</sup>.

Este crescimento mundial dos fluxos de capitais condicionado ao eixo EUA-Ásia tem, então, se desdobrado em diferentes aspectos. O contínuo superávit comercial de certos países asiáticos, juntamente com uma política de câmbio desvalorizado, têm levado ao aumento das reservas cambiais que, ao serem aplicadas em títulos norte-americanos, fecham o circuito gasto-renda entre americanos e asiáticos (BIS, 2007; Belluzzo, 2006).

Outro desdobramento dessa conjuntura internacional tem sido, desde 2002, a elevação do preço das commodities agrícolas e metálicas, além do petróleo, assim como o forte crescimento dos países em desenvolvimento, que se traduziu em demanda maior por matérias-primas e alimentos de outros parceiros comerciais. Conforme sintetiza Belluzzo (2006): “o bloco industrializado da Ásia, sobretudo a China, funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos EUA e a oferta das economias exportadoras de recursos naturais”. Foi a partir

---

<sup>1</sup> World Economic Outlook (FMI) 2007. Retirado do site: <http://www.imf.org/> em 09/08/2009

desse processo que alguns países asiáticos e latino-americanos tiveram seu saldo comercial fortalecido, gerando superávits em transacções correntes e reduzindo a vulnerabilidade externa.

Juntamente, a elevação da liquidez internacional, possibilitada pela prática de baixas taxas de juros dos bancos centrais dos países desenvolvidos, incentivou a especulação financeira nas Bolsas de Valores e nas de Mercadorias e Futuros, reforçando a tendência de alta das commodities e de valorização das moedas de seus exportadores. Dessa forma, os desafios impostos às economias emergentes, sobretudo determinados pela restrição externa, passaram a ser representados pela forma de lidar com o excesso de moeda estrangeira (BIS, 2007).

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), as reservas internacionais somavam US\$ 5,3 trilhões em dezembro de 2007, sendo US\$ 1,4 trilhão dos países desenvolvidos e US\$ 3,9 trilhões dos países em desenvolvimento. Dentre os países em desenvolvimento, as maiores reservas internacionais estavam em poder da China, com US\$ 1,5 trilhão, seguida pela Rússia, com US\$ 445,3 bilhões; em terceiro lugar encontrava-se a Índia, com US\$ 256,8 bilhões, e o Brasil aparecia em quarto lugar, com US\$ 180 bilhões, os chamados BRIC.<sup>2</sup>

Os influxos de moeda estrangeira em uma economia acabam por propiciar efeitos positivos como negativos, o que pode estar relacionado ao tipo ou ao volume do fluxo; desta maneira, superávits comerciais e alguns tipos de investimento directo externo (*greenfield*)<sup>3</sup> são considerados fluxos de maior qualidade que os investimentos de portfólio e o vinculado a fusões ou aquisições, por não estarem sujeitos a reversões bruscas (stop) e por terem efeitos dinâmicos mais directos sobre a renda e o investimento<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Reservas globais atingem recorde de US\$ 4,3 trilhões. Extraído do site, [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MRP618772-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MRP618772-9356,00.html), acesso em 20/10/2009,

<sup>3</sup> Investimento Greenfield (construção de novas unidades)

<sup>4</sup> Relatório de Estado, crescimento e desenvolvimento a eficiência do sector público no Brasil – IPEA 2007

Assim, fluxos provenientes dos saldos comerciais e do investimento directo externo tendem a reduzir as restrições externas das economias em desenvolvimento. A ampliação da capacidade de importação abre possibilidade de incorporação tecnológica e conseqüente ganho de produtividade; por outro lado, a acumulação de reservas, ao permitir a redução da vulnerabilidade externa, também diminui o grau de volatilidade de importantes preços macroeconómicos, como taxa de câmbio e taxas de juros, cuja maior previsibilidade facilita o cálculo económico dos agentes e cria ambiente propício às decisões de investimento (Krugman, Obstfeld, 2001).

Tradicionalmente, as reservas em moeda estrangeira sempre foram aplicadas pelos países em ativos bastante conservadores, principalmente títulos do Tesouro norte-americano, devido à sua segurança e liquidez e que, por isso mesmo, apresentam uma baixa rentabilidade.

Mas países com reservas excedentes, podendo assim correrem maiores riscos, têm optado pela criação de fundos soberanos (FSs) com parte desses recursos e com critérios menos rígidos de aplicação dos recursos que lhes permitam auferir maiores ganhos e, ao mesmo tempo, lhes garantam a manutenção desses ativos.

Desse modo, os fundos soberanos estão passando cada vez mais intensamente para o centro das atenções no mercado financeiro internacional.

Os fundos soberanos surgiram a partir de uma situação em que as reservas internacionais de alguns países ultrapassaram o volume considerado necessário e suficiente para que estes enfrentassem choques e emergências financeiras externas. São, pois, um patrimônio em moeda estrangeira, em geral aplicado fora do país. Administrados por organismo estatal, geralmente são utilizados no apoio

à produção nacional ou em projetos internacionais de interesse do governo que os detêm.

Neste sentido, vale destacar a actuação de FSs no contexto da recente crise financeira. A partir de meados de 2007, quando a crise mostrava seus primeiros sinais, já com quedas significativas no valor de activos mobiliários, os FSs adquiriram participações importantes nos principais bancos do mundo em busca de retornos de longo prazo. Por um lado, este movimento denotou o papel de agente estabilizador exercido por FSs em tempos de crise, ao comprar activos depreciados esperando retornos futuros; entretanto, pode-se observar que muitos dos activos adquiridos durante a crise obtiveram uma grande depreciação o que levou a uma certa postura pragmática no que tange a futuros investimentos.

Portanto, ao longo desta dissertação discorreremos sobre todo o processo político-económico e histórico associado ao surgimento dos fundos soberanos que, nos últimos anos, se tornaram um dos principais atores económicos dos fluxos mundiais de capitais.

O principal objectivo da tese foi analisar as origens assim como o funcionamento dos principais fundos existentes no mundo, através de uma investigação extensiva da bibliografia disponível sobre o tema e de uma pesquisa investigativa dos poucos dados disponibilizados pelos principais detentores dos fundos. Esta análise foi complementada por uma abordagem empírica que, por um lado, se desenvolveu um estudo de caso e, por outro lado, se testou interrogações e conclusões através de algumas entrevistas a individualidades com competência na matéria.

A delimitação temporal da tese compreende o período da década de 50 até os dias actuais; porém algumas partes da tese, por motivos de comprometimento com a explicação do tema principal, foram abordadas além do período determinado.

O texto foi dividido em quatro capítulos. No primeiro capítulo, discorreremos sobre o fenómeno do surgimento dos fundos, suas especificidades e caracterização dos seis maiores fundos existentes no momento da análise deste estudo. No capítulo seguinte, tratamos as condicionantes da evolução dos fundos soberanos, envolvendo os aspectos económicos que tangem o assunto. No penúltimo capítulo, procede-se à abordagem empírica referida anteriormente. No quarto e último capítulo, procuramos extrair as conclusões de toda a análise.

Assim sendo, fizemos um trabalho investigativo sobre o papel dos fundos soberanos em economia aberta, que passa por uma crise na qual estes fundos podem ser instrumentos para a construção de uma nova ordem económica mundial, procurando responder às seguintes questões:

1. Poderão os Fundos Soberanos, para além dos objectivos de mera ordem financeira, constituir um importante instrumento de estratégia de investimento e de domínio externo por parte dos países em vias desenvolvimento?
2. Que benefícios e riscos de longo prazo colhem os países desenvolvidos dos Fundos constituídos nos países em vias de desenvolvimento?
3. Que influência terá a recente tendência de regulação por parte dos países desenvolvidos na evolução dos Fundos Soberanos?

## Capítulo 1 - Contextualização dos Fundos de Estabilização

### 1. Definições sobre os fundos

Uma das formas de se reduzir o custo cambial da formação de reservas tem consistido em estratégias de gestão que ampliem o retorno da aplicação desses recursos nos mercados financeiros internacionais por meio dos Fundos Soberanos de Riqueza, ou somente Fundos Soberanos (FSs), ou ainda Sovereign Wealth Funds (SWF). Esses fundos são constituídos geralmente por parte das reservas oficiais que são aplicadas num conjunto de activos mais diversificados.

É importante destacar desde o princípio que não existe uma definição consensual para os SWF (USDT, 2007) Na literatura existente, o termo ora se refere aos fundos de estabilização ora ganha características de Saving Funds<sup>5</sup>. Com a crescente valorização das commodities, a gestão dos fundos de estabilização e saving funds tem se aproximado da noção dos SWF. A diferença de objectivos e de forma de captação de recursos, no entanto, justifica a separação conceitual em pelo menos três tipos de fundos: fundos de estabilização, Saving Funds e Sovereign Wealth Funds<sup>6</sup>.

O FMI (1993) define as reservas oficiais como,

*“those external assets that are readily available to and controlled by the monetary authorities for direct financing of payment imbalances, for indirectly regulating the magnitude of such imbalances through intervention in exchange markets to affect the currency exchange rate, and for other purposes”.*

A partir dessa definição, pode se perceber que a inclusão dos recursos dos fundos de estabilização ou dos SWF nas reservas soberanas está condicionada a dois

---

<sup>5</sup> Fundos formados a partir da tributação das actividades relacionadas a recursos naturais com objectivo de conservação da riqueza para gerações futuras, segundo site: <http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/>, acesso em 13/02/2009

<sup>6</sup> Carta IEDI n.º 338 (2008)

aspectos: pela natureza de seus activos, que devem apresentar elevada liquidez para serem consideradas reservas, ou por jurisdição que disponibiliza esses recursos à autoridade monetária diante de necessidades de financiamento de balanço de pagamentos.

Por outro lado o Departamento do Tesouro americano classifica os fundos soberanos de riqueza de acordo com a origem dos recursos; por esse critério, haveria dois tipos de fundos: commodities, com recursos provenientes de impostos ou receitas sobre exportação de commodities – petróleo, gás, metais, minerais e alimentos –, e não commodities, com recursos transferidos das reservas oficiais acumuladas a partir de expressivos superávits em transacções correntes, obtidos com exportações de produtos manufacturados (USDT, 2007).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), por sua vez, não os classifica nem por origem dos recursos nem por objectivos. Sugere que os fundos soberanos seriam activos de propriedade e administração directa ou indirecta de governos para alcançar diferentes objectivos nacionais. Os recursos seriam provenientes das reservas internacionais provenientes da comercialização de recursos naturais escassos e de receitas tributárias, estando em sua maior parte aplicada em activos estrangeiros (Blundell-Wignall et al., 2008).

Outra forma de perceber o conceito pode ser vista de acordo com Loyola (2007), na qual os fundos soberanos estariam assim classificados:

- a) Fundos de estabilização – típicos de países ricos em recursos naturais que buscam evitar que os ciclos favoráveis de receitas afetem a macroeconomia. Normalmente, são veículos para uma atuação contracíclica, poupando em época de fartura para gastar em épocas de menor abundância;

b) Fundos de poupança – o objetivo principal desse tipo de fundo é a transferência de riqueza entre gerações, principalmente quando essa riqueza se baseia em recursos não-renováveis;

c) Fundos de investimento – neste caso a meta é apenas reduzir o custo de carregamento das reservas internacionais, através da diversificação das aplicações para categorias mais rentáveis de ativos;

d) Fundos de desenvolvimento – servem para alocação de recursos para projetos prioritários como infra-estrutura;

e) Fundos de reserva – servem para custeio futuro de passivos fiscais de longo prazo, como os relativos à previdência social. (Loyola, 2007).

Actualmente, 2/3 dos recursos dos fundos cambiais estão sob controle de países exportadores de petróleo e gás natural, sendo que a expectativa é de que a participação dos demais países venha a ser maior que o actual 1/3 dos recursos totais dos SWF. Isso porque os países exportadores de petróleo já expandiram de forma significativa os recursos sob gestão desses fundos e devido às iniciativas de criação desses fundos por diferentes países não exportadores de petróleo (Fernandes,Nuno.2007).

Na verdade, como a maioria dos fundos soberanos não divulgam informações detalhadas sobre suas operações, o total dos seus activos não pode ser avaliados de forma precisa. Para Jen e St-Arnaud (2007), o património dos fundos soberanos somavam US\$ 2,3 trilhões, sendo que, por enquanto, cerca de 90% desses recursos não eram captados por meio das reservas oficiais dos países, mas mediante tributação sobre sectores específicos (petróleo, gás natural e cobre). Para o FMI (2007), entre US\$ 1,9 trilhões e US\$ 2,9 trilhões comparativamente, o montante gerido pelos fundos soberanos de riqueza seria



inferior aos US\$ 54,9 trilhões dos investidores institucionais (US\$ 21 trilhões em fundos de investimento, US\$ 17,9 trilhões em fundos de pensão e US\$ 16 trilhões em companhias de seguro) e superior aos dos *hedge funds*<sup>7</sup> (entre US\$ 1 trilhão e US\$ 1,5 trilhão). Segundo projeções do FMI (2007), o total dos recursos administrados pelos fundos deverá apresentar um crescimento entre US\$ 800 bilhões e US\$ 900 bilhões por ano. Com isso, os activos totais dos fundos soberanos atingirão US\$ 12 trilhões em 2012.

### **1.1 Fundos de Estabilização**

Os “fundos de estabilização” foram criados por países cujas economias são dependentes da evolução do mercado externo de alguns poucos produtos, sujeitos a choques, decorrentes, em grande medida, das oscilações de preço.

Esse é o caso das economias exportadoras de petróleo, como Emirados Árabes, Kuwait, Irá, Noruega, Rússia, dentre outros. Na Noruega, por exemplo, as actividades relacionadas com o petróleo representavam 25% do PIB, 51% das exportações e 36% das receitas públicas em 2006 (Bergo, 2007 e Williams, 2007).

O carácter estabilizador desses fundos envolve diferentes aspectos que juntos buscam atenuar os efeitos cíclicos dos mercados das principais commodities sobre o restante da economia. Assim, a operação desses fundos leva a uma maior estabilidade das receitas públicas, da taxa de câmbio e da liquidez doméstica.

De maneira geral, os fundos de estabilização recebem aportes periódicos de recursos provenientes dos impostos sobre as actividades relacionadas às commodities.

Os recursos administrados pelo fundo de estabilização costumam ser aplicados em activos denominados em moeda estrangeira. Nos períodos favoráveis à

---

<sup>7</sup> Se apresenta como um veículo de investimento, geralmente sob o formato de um fundo especializado, não regulado e acessível a um conjunto restrito de investidores.

exportação, a tendência de apreciação da moeda doméstica é arrefecida pela ampliação das transferências ao fundo que são direccionadas ao sistema financeiro internacional. Nos períodos de contracção das exportações, ao ser acompanhado por queda de receita do Estado ampliam-se as transferências de recursos do fundo para o orçamento, reduzindo o deficit público e contra balanceando a queda de fluxo de divisas, o que tende a atenuar a desvalorização cambial e a queda do produto. Os efeitos sobre o câmbio vão depender do regime cambial adoptado; países com regimes flexíveis ainda demonstram tendência à apreciação em momentos favoráveis, já nos casos de câmbios fixos nota-se por meio de movimentos menos intensivos que os do preço de sua principal commodities Este é o caso, por exemplo, da Rússia e da Noruega. Kuwait e Emirados Árabes mantêm câmbio fixo.

## **1.2 Saving Funds**

Em função do carácter não-renovável da fonte de riqueza constituída pelas jazidas minerais (petróleo, cobre ou gás natural), muitos países têm criado um tipo específico de fundo cambial, os *saving funds*. Uma elevada carga tributária sobre as actividades relacionadas a esses recursos, e a posterior transferência para o fundo, garantiria o direito de apropriação dessa riqueza, agora sob a forma de activos financeiros, pelas gerações futuras.

Segundo a Global Insight, os activos sob gestão dos fundos soberanos somariam US\$ 3,5 triliões em dezembro de 2007 (Global Insight, 2008, p. 2). Já a estimativa de Fernandez e Eschweiler (2008), da equipe do JPMorgan Research, apontou um volume de activos dos cinquenta fundos soberanos entre US\$ 3 triliões e US\$ 3,7 triliões em dezembro de 2007.

Na maioria das vezes, o carácter interoperacional dos saving funds também acompanha os fundos de estabilização. Esses fundos de estabilização que também têm a conservação da riqueza natural sob forma de activos financeiros como um de seus objectivos, faz com que, em termos ideais, o montante de

recursos a ser utilizado como política de estabilização deva ser restringido ao retorno real sobre o património do fundo ou, pelo menos, convergir para esse valor ao longo do tempo (Bergo, 2007; Eriksen, 2006 e Fasano, 2000).

O Future Generations Fund, criado em 1976, pelo governo do Kuwait, a partir do seu fundo de estabilização, e o Alaska Permanent Fund, também de 1976, são exemplos de *saving funds*. O fundo norueguês, por sua vez, consiste num fundo de estabilização que também possui o objectivo de conservação intergeracional de riqueza.

### **1.3 Sovereign Wealth Funds**

No que diz respeito à gestão das reservas, elas são tradicionalmente aplicadas em títulos de baixo risco de crédito e de alta liquidez nos mercados financeiros internacionais. Os títulos de dívida pública dos países desenvolvidos, especialmente aqueles emitidos pelo Tesouro americano, constituem, assim, o principal instrumento em que as reservas soberanas são mantidas. A baixa rentabilidade desses títulos e a tendência de desvalorização do dólar frente às demais moedas, têm desencadeando iniciativas de diversificação do portfólio de investimentos das reservas de maneira a ampliar sua rentabilidade. Entretanto, estratégias mais arrojadas também têm ganhado força; entre elas, a constituição de Fundos Soberanos de Riqueza ou Sovereign Wealth Funds (SWF).

Esses fundos que podem ou não fazer parte das reservas oficiais, possuem uma gestão própria, algumas vezes muito próxima da gestão de fundos de investimentos privados, buscando as alternativas de aplicação mais rentáveis disponíveis nas diferentes praças financeiras. A constituição desses fundos tem sido realizada por meio de transferências de parte das reservas existentes.

Com a valorização das commodities, os fundos de estabilização têm adoptado gestão semelhante aos SWF, ampliando a variedade de activos retidos em portfólio (USDT, 2007).

A conjuntura recente, propiciada com a acumulação de reservas internacionais de alguns grupos de países, de um lado, os asiáticos com superávits estruturais no comércio exterior com os EUA e, de outro, os países exportadores de commodities (agrícolas e minerais) da América Latina e do Oriente Médio, têm incentivado medidas que buscam a diversificação do conjunto de activos em que as reservas são alocadas. Esse movimento é reforçado pela tendência de desvalorização do dólar em relação a outras moedas centrais do sistema financeiro internacional.

Assim, como foi mencionado anteriormente, alguns países possuidores de fundos de estabilização estão alocando parte dos recursos em novos fundos voltados para uma administração mais agressiva, se aproximando, muitas vezes da gestão dos fundos privados de investimento. Por outro lado, países como China planejam criar fundos com o específico propósito de aplicação em activos mais rentáveis (apesar de mais arriscados) que a tradicional compra de títulos americanos. Nesse sentido, caminham para uma gestão mais activa das reservas (Konieczny Dominik, 2009).

## **2. Histórico de constituição dos fundos**

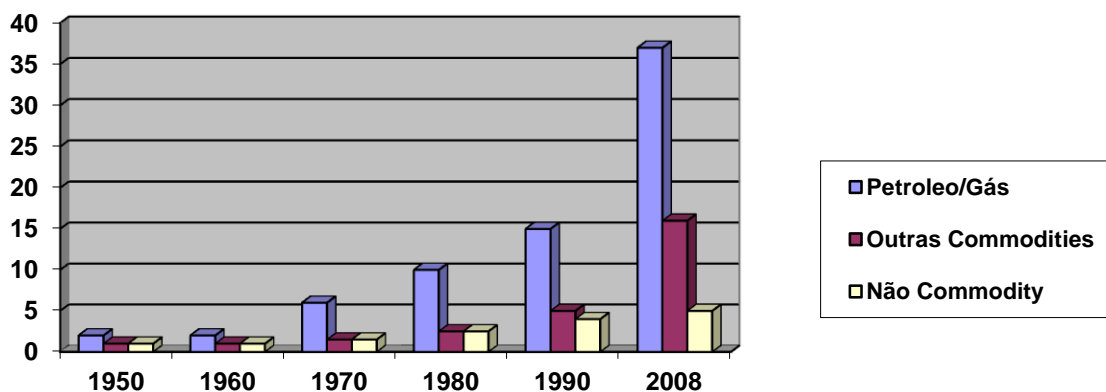
Os primeiros FSs foram criados na década de 1950. O primeiro deles, o Kuwait Investment Authority (KIA), foi fundado em 1953 com o objectivo de reduzir a dependência do país em relação às suas reservas petrolíferas, ao buscar retornos de longo-prazo com activos não correlacionados ao petróleo.

Ao longo das décadas de 70 e 80, diversos países exportadores de petróleo criaram seus *oil funds*, tendo tirado proveito do choque de petróleo dos anos de 1973 e 1979. Dentre os principais FSs que surgiram neste período, vale destacar o Abu Dhabi Investment Authority (ADIA – Abu Dhabi), o maior do mundo atualmente.

Nesta corrente, surgiram também FSs não provenientes de receitas de exportação de petróleo, entre os quais o Copper Stabilization Fund (CSF – Chile), um dos poucos fundos presentes na América do Sul, e o Government of Singapore Investment Corporation (GIC), actualmente o maior FS não proveniente de commodities.

Na década de 1990, novos FSs foram criados, entre os quais o Government Pension Fund – Global (Noruega) e o SAFE Investment Company (China). Mas foi na década de 2000 que se observou o maior crescimento histórico no número de FSs, com a criação de 34 deles. A evolução do número de FSs em actividade pode ser vista no gráfico 1.

Gráfico 1. Evolução no número de fundos



Fonte: adaptado de SWF Institute, 2008 PREQIN, 2008, p.51, TRUMAN, 2008, p 2. Elaboração BAin & Company

Actualmente há um total de 58 FSs no mundo, dos quais 37 estão ligados a petróleo e gás, 15 a outras commodities e 6 não estão relacionados a commodities. Esta recente explosão no número de FSs é resultado do alto nível de acumulação de reservas internacionais, ocasionado, entre outros factores, pelo aumento dos superávits no balanço de pagamentos de países asiáticos e pelo aumento do valor das vendas externas de países exportadores de commodities.

Como decorrência da crescente importância dos FSs no mercado financeiro internacional, foi fundado em abril de 2008 o International Working Group of

Sovereign Wealth Funds (IWG), grupo de trabalho formado por 26 membros do Fundo Monetário Internacional (FMI) que possuem FSs. Em Outubro do mesmo ano, o IWG publicou os Princípios de Santiago, documento que estabelece princípios e práticas aceites na gestão de FSs, sobre temas como governança, arcabouço legal e institucional, gestão de risco, entre outros, os quais analisaremos no decorrer do trabalho.

Estima-se actualmente que os 58 FSs existentes controlavam, em meados de 2008, US\$3,9 triliões em activos. Este valor é maior do que a soma dos activos de fundos de *private equity*<sup>8</sup> e *hedge funds* (que, em 2007, totalizavam US\$0,8 e US\$1,9 triliões respectivamente) e próximo ao total das reservas externas mundiais (cerca de US\$5 triliões). No entanto, se comparado ao total de activos em fundos de pensão, de aproximadamente US\$ 28 triliões no mesmo período, os FSs ainda são pequenos.

Do total de activos gerenciados por FSs, US\$2,5 triliões (63%) estão sob gestão de fundos relacionados a receitas de commodities. Quase a totalidade deste valor (99,3%) é composta por fundos com receitas oriundas de petróleo e/ou gás natural. De fato, entre os dez maiores FSs existentes, cinco são *oil funds*, inclusive os três maiores.<sup>9</sup>

Observa-se atualmente alta concentração de FSs no Oriente Médio – região na qual boa parte das reservas mundiais de petróleo está concentrada – e na Ásia, devido aos grandes exportadores líquidos de não-commodities. O banco Morgan Stanley havia projetado que os FSs, em 2015, gerenciariam US\$12 triliões em activos em 2015, ultrapassando o tamanho das reservas estrangeiras mundiais já em 2011. Em 2008, entretanto, aquela estimativa foi reduzida para US\$ 10 triliões,

---

<sup>8</sup> Actividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objectivo de alavancar seu desenvolvimento.







<sup>9</sup> Deutsche Bank Research – SWF- State Investments on the Rise, extraído do site: [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com), acesso em 06/09/2009.

reflectindo os efeitos da crise financeira internacional. Preços do petróleo mais baixos, redução das exportações de países emergentes e políticas fiscais expansionistas (que poderão ser financiados com recursos dos FSs), além da própria queda no valor das aplicações dos FSs no mercado financeiro, constituem-se em provável reflexo da crise mundial (Stephen Jen 2009).

### 3. Os maiores fundos

A tabela 1 apresenta, de forma sintetizada, a lista dos maiores fundos actualmente existentes.

**Tabela 1. Maiores Fundos Actuais**

Country	Abbreviation	Fund	Assets \$Billion	Inception	Origin
 United Arab Emirates Abu Dhabi	ADIA	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Oil
 Norway	GPF	Government Pension Fund - Global	445	1990	Oil
 Saudi Arabia	SAMA	SAMA Foreign Holdings	431	n/a	Oil
 China	CIC	China Investment Corporation	288.8	2007	Non-commodity
 Singapore	GIC	Government of Singapore Investment Corporation	247.5	1981	Non-commodity
 Kuwait	KIA	Kuwait Investment Authority	202.8	1953	Oil

Fonte: Wikipedia, the free encyclopedia

Aborda-se de seguida os principais fundos de que se tem informação, relevando-se, desde já, a dificuldade para a obtenção de informação sobre esta matéria.

#### 3.1 Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)

Os Emirados Árabes, de acordo com as estimativas de Jen e St-Arnaud (2007), possuem o maior fundo de estabilização, o Abu Dhabi Fund, resultado da grande

participação do país nas exportações mundiais de petróleo. Criado pelo governo, em 1971, possuía, em março de 2007, um património de US\$ 875 biliões.

O fundo foi estabelecido como uma instituição pública autónoma, gerida, a partir de 1976, pela Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), uma agência especial de investimento, considerada um dos maiores investidores institucionais do mundo. Seus recursos foram investidos em activos de diversos países. Inicialmente, o foco recaiu sobre aplicações de baixo risco. Recentemente, o fundo começou uma proposta de investimento em projectos específicos de fomento em sectores estratégicos.

### **3.2 Government Pension Fund – Global - Noruega**

O fundo soberano, ao investir no exterior, diversifica os riscos do país. Comprar títulos públicos e privados (cotados em moeda estrangeira), como acções, *commercial papers*, entre outros, protege-se contra flutuações cambiais no longo prazo, diversificando o risco da economia.

Como exemplo eficiente de uso do fundo soberano, podemos citar o fundo norueguês, totalmente inserido no conjunto de instrumentos de política económica do país.

A Noruega encontrou petróleo em 1969 no Mar do Norte. A produção começou logo depois, em 1971, e enormes descobertas foram feitas nos anos que se seguiram. Durante esse primeiro *boom* na exploração, ocorreram as crises do petróleo. As receitas da Noruega com a venda da *commodity* dispararam, e o país passou a ser vítima da “doença holandesa”, como relata Eriksen (2006, p. 5-6).

Em 1990, o governo resolveu tomar medidas para evitar o desastre dos anos 1970 e dos anos 1980, período em que a economia desperdiçou os recursos do petróleo, a indústria enfrentou problemas e o país teve de vivenciar a alta da inflação e o desemprego por causa da queda dos preços do petróleo.



O Norwegian Government Petroleum Fund foi formalmente estabelecido em 1990 pelo Parlamento norueguês. Hoje, graças principalmente ao uso do fundo soberano como instrumento de política económica, a situação é bem diferente, com efeitos positivos na taxa de câmbio e na estabilidade macroeconómica.

A análise do caso norueguês mostra que o país instituiu um fundo soberano para manter uma taxa de câmbio realista e pouco instável e promover uma “justiça intergeracional” para as receitas finitas do petróleo.

Como grande produtora de petróleo, nos tempos de bonança, “poupa” parte da receita proveniente das exportações de petróleo e quando o preço da *commodity* cai, usa os rendimentos do fundo para evitar *overshootings* cambiais, que sempre trazem consigo choques inflacionários e aumento das taxas de juros, com efeitos perversos para a economia como um todo.

### **3.3 Arábia Saudita - Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA)**

A criação da SAMA se dá a partir da necessidade do país em criar um sistema monetário próprio em meados de 1952, surgindo, então, este organismo estatal; durante a década de 70 e 80, uma das suas funções passou a ser o controle da inflação, assim como a gestão das reservas cambiais que foram se acumulando ao longo dos anos devido a produção do petróleo; dessa maneira, ao longo dos anos, com o crescimento da economia e da expansão do sistema financeiro, as responsabilidades SAMA têm aumentado.

Actualmente, cerca de 431 bilhões estão alocados em diversos fundos sob a gestão deste banco central; entretanto, mesmo possuindo um dos maiores patrimónios, ainda há uma grande dificuldade no que diz respeito a sua transparência e investimentos, tornando difícil seu estudo.

### **3.4 Singapura - Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd - *Temasek Holdings***

O governo de Singapura possui dois tipos de fundos: a Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd (GIC) e o Temasek Holdings<sup>10</sup>.

A Temasek Holdings, uma firma de investimento asiática, criada na década de 1970 e sediada em Singapura; em março de 2007 geria um portfólio diversificado de US\$ 100 bilhões, aplicados principalmente na Ásia e nos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE). Os investimentos se dividem entre operações domésticas, voltadas para a melhoria da infra-estrutura e a criação de vantagens comparativas para o comércio internacional, e operações internacionais, especialmente investimentos em economias emergentes da Ásia.

Já a Government of Singapore Investment Corporation (GIC) tinha, no ano de 2007, um património de aproximadamente US\$ 330 bilhões. Suas aplicações eram exclusivamente em activos no exterior, sendo a maior parte em acções de companhias abertas. A GIC foi estabelecida em 1981, com objectivo de gerenciar parte das reservas internacionais do país, e realizando investimentos de longo prazo que proporcionassem retorno mais elevado que as aplicações tradicionais das reservas cambiais. Foi estabelecida como uma companhia de gestão de activos, aos moldes de similares privadas (fundos de *private equities*), sendo, no entanto, de total propriedade do governo. Esse arranjo permitiu que a companhia operasse como um fundo privado de gestão global, em que o Banco Central de Singapura ocuparia o papel de um cotista. A companhia tinha ainda de se reportar ao seu corpo director e submeter seu orçamento e estatuto ao presidente de Singapura (Jen; St-Arnaud, 2007).

---

<sup>10</sup> Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2008/09, extraído do site [www.gic.com.sg/PDF/GICreport0708\\_Full.pdf](http://www.gic.com.sg/PDF/GICreport0708_Full.pdf), acesso 02/08/2009.

Nos primeiros anos de funcionamento da GIC, manteve-se grande parte do *staff* do serviço público; porém, ao final dos anos 1980, a maior parte dos novos funcionários foi recrutada no mercado financeiro, com intuito de incorporar pessoas com maior know-how sobre as finanças internacionais.

Ao longo da década de 1990, o património da Government of Singapore Investment Corporation (GIC) cresceu expressivamente, diversificando seus investimentos em várias áreas. Em 1997, quando ocorreu a crise financeira que afectou quase toda a Ásia, Singapura não foi fortemente afectada pela fuga de capitais como as economias vizinhas. Isto permitiu que a GIC mantivesse seus investimentos durante o período de crise e se fortalecesse posteriormente.

Ao final da década de 1990, a empresa já havia se consolidado como um grande fundo de gestão mundial, com um portfólio bastante diversificado em acções, além de investir em títulos de propriedade em todo o mundo e em private equity em dezenas de indústrias. O desenvolvimento de diversas áreas de investimento levou a uma reestruturação administrativa em 1999, criando unidades específicas de operação: Public Markets Group (responsável pelas aplicações em mercados organizados, como acções, moedas, bónus e commodities), GIC Real Estate (braço especializado em investimentos imobiliários) e GIC Special Investments (para os investimentos de *private equity*).

Actualmente, o GIC realiza investimentos em mais de 40 países, desenvolvidos e em desenvolvimento. Parte significativa dos investimentos da GIC é efectuada por asset managements estrangeiros.

### **3.5 Kuwait Investment Authority (KIA)**

O Kuwait, por sua vez, possui dois fundos. O primeiro deles, o General Reserve Fund (GRF), fundado em 1960, ficou responsável pela administração das contas públicas. Além das receitas provenientes dos impostos sobre o petróleo, o fundo gere todas as demais receitas e despesas governamentais. O papel de “caixa” do

Estado, desempenhado pela GRF, tem suas transferências com o Tesouro sancionadas por lei. O GRF também é responsável por todos os activos do governo, incluindo as participações nas empresas públicas como o Kuwait Fund for Arab Economic Development, a Kuwait Petroleum Corporation, entre outras.

Em 1976, 50% dos recursos do GRF foram alocados em outro fundo, criando o Future Generations Fund (FGF). Adicionalmente, 10% de toda receita anual do governo passaram a ser transferidas para esse fundo, que deve reinvestir todo o retorno das aplicações.

Nenhum activo pode ser retirado desse fundo, a menos que seja sancionado por lei específica (Fasano, 2000). Ambos são geridos pela Kuwait Investment Authority (KIA), que possui autonomia de gestão. Nomeada gestora pelo Ministério de Finança, a KIA realiza investimentos nos mercados domésticos, de outros países árabes e nos mercados financeiros internacionais. A gestão é centralizada no Kuwait, possuindo apenas uma base de operações em Londres (Fasano, 2000).

O principal objectivo desses fundos é garantir maior estabilidade das receitas auferidas com a exploração de suas jazidas de petróleo.

### **3.6 China - State Foreign Exchange Investment Corporation - Central Huijing Holding Company**

A China está em processo de formação de seu SWF, a fim de diversificar parte de suas reservas internacionais, as maiores do mundo, de mais de US\$ 1,5 trilião em dezembro de 2007.

O fundo denominado State Foreign Exchange Investment Corporation (SFEIC) – ou Lianhui Corporation –, é controlado pelo governo chinês, sendo independente do Banco Central (People's Bank of China, PBoC). As reservas do Banco Central continuaram a ser aplicadas em activos de baixo risco, enquanto a SFEIC ocupa-se de investimentos de maior risco e rentabilidade. O governo chinês decidiu

fundir o SFEIC ao Central Huijing Holding Company, uma companhia criada pelo Banco Central chinês em 2004, com o objectivo de gerenciar parte das reservas internacionais.

A expectativa é de que a China destine cerca de US\$ 200 bilhões a US\$ 250 bilhões do total de suas reservas internacionais para essa nova agência, a fim de realizar investimentos diversificados, que proporcionem maior retorno do que aquele obtido pelas reservas oficiais, alocadas em títulos do Tesouro americano. Além dos US\$ 200 bilhões transferidos das reservas internacionais, espera-se que o fundo também tenha acesso a um montante de US\$ 200 bilhões em títulos dos quatro principais bancos estatais chineses. Este valor é actualmente de posse do Central Huijing Holding. O objectivo do fundo é não apenas a diversificação dos recursos em aplicações de maior retorno (*acções, hedge funds, private equities* e títulos de propriedade), como também a realização de investimentos estratégicos em sectores domésticos, mas principalmente no exterior.

Os investimentos externos das empresas chinesas começaram a ganhar notoriedade com a tomada do controle acionário hostil da divisão de negócios de computadores pessoais da IBM pelo Grupo Lenovo. Em julho de 2005, a China National Offshore Oil Corporation – 70% de propriedade do governo chinês – realizou uma oferta de compra Unocal Oil Company, uma das maiores produtoras de petróleo dos EUA, por US\$ 18,5 bilhões, que acabou sendo retirada. No início de maio de 2007, a China realizou um acordo para investir US\$ 3 bilhões no Blackstone Group L.P., um dos mais agressivos fundos de *private equity* dos EUA, detentor do controle da rede de hotéis Hilton e da Deutsche Telekom. Pelo acordo, o fundo cambial chinês compraria acções sem direito a voto do Blackstone, reportando-se directamente ao Conselho de Estado do governo da China. O fundo permanecerá com as acções por pelo menos quatro anos, não investindo em concorrentes da empresa por ao menos um ano. O negócio foi completado com oferta pública de abertura de capital de US\$4 bilhões da Blackstone, em junho de 2007. A participação do fundo chinês foi mantida em 9,9% da companhia.

#### **4. Alternativas conceituais de institucionalização de FS**

##### **4.1 Instrumentos legais de formalização**

A discussão acerca dos instrumentos legais de formalização dos FSs se dá em duas dimensões: os meios legais pelos quais se pode criar e administrar um FS e a forma jurídica que o mesmo pode assumir.

O embasamento jurídico e as formas legais dos FSs variam de acordo com o país de sua constituição. Na maioria dos casos, os FSs são criados e regulamentados por meio de leis e/ou decretos.

Há também casos raros em que os FSs são criados e regulamentados por intermédio de emendas à Constituição.

Vale ressaltar que a adopção de um ou outro instrumento legislativo implicará uma maior ou menor flexibilidade na administração dos FSs. Quando eventuais alterações constitucionais se forem necessárias, uma maior vontade política deverá estar presente, uma vez que este tipo de dispositivo legal, regra geral, depende de um maior quórum deliberativo no legislativo. No outro extremo, FSs que são instituídos mediante decreto do poder executivo podem ter seu regulamento alterado sem consulta a outras esferas de poder.

No que tange às possibilidades de formas jurídicas, um FS pode ser gerido por uma entidade estatal autónoma criada com o objectivo específico de administrá-lo ou ser tratado como um conjunto de activos sem personalidade jurídica própria, sob controle da autoridade governamental pertinente.

## **4.2. Regras de entrada e retirada de recursos**

No que diz respeito à entrada de recursos, as duas alternativas conceituais que se apresentam a um FS são a directa e a indirecta. Na primeira, os recursos relevantes são directamente depositados na conta do FS, geralmente mantida no Tesouro Nacional ou no Banco Central. Esta abordagem exige a adopção de regras específicas que definem quais categorias de receitas petrolíferas devem ser automaticamente transferidas ao FS. No caso de depósitos indirectos, os recursos são transferidos ao Tesouro (ou órgão análogo) junto com as demais receitas governamentais e, anualmente, o poder executivo e/ou a legislatura decidem a parcela do orçamento a ser destinada ao FS.

No que tange às regras de retirada de recursos, pode-se observar três mecanismos, apresentados em ordem crescente quanto às restrições impostas à realização de saques. O primeiro mecanismo determina que quantias ilimitadas podem ser retiradas do FS a cada ano, como ocorria no FS norueguês até 2001. Sob este mecanismo, a capitalização dos FSs dependerá das directrizes elaboradas por seus gestores.

O segundo prioriza as necessidades de retiradas correntes do governo, mas mantém um limite máximo para elas. Um exemplo é o Reserve Fund da Rússia, do qual pode ser retirado anualmente o montante que for necessário para cobrir o deficit orçamental, sendo o limite o próprio tamanho do FS, restrito a 10% do PIB do país. O terceiro mecanismo refere-se à adopção de normas objectivas para saques, não necessariamente relacionadas às flutuações da necessidade de financiamento do orçamento fiscal.

Diversas regras deste tipo são observadas; alguns exemplos são a retirada de apenas a rentabilidade anual do FS, de modo a manter o principal intocado (caso do FS do Alasca, por exemplo), ou ainda a definição de um preço do petróleo abaixo do qual retiradas do FS são permitidas.

Deve-se notar que o conjunto de normas de entradas e retiradas é o principal determinante da relação entre o FS e o orçamento fiscal. Regras de entrada indirectas associadas à priorização ilimitada do orçamento, por exemplo, agem no sentido de integrar totalmente o FS ao orçamento público, uma vez que os fluxos de recursos, do ou para o FS, são determinados sempre de acordo com as necessidades orçamentárias do governo. Por outro lado, mecanismos directos de receitas que garantam o influxo contínuo de recursos, associados a mecanismos objectivos de saque, que limitem o montante a ser retirado do FS a cada ano, podem – ainda que não obrigatoriamente – transformar o FS em um instrumento extra-orçamentário do governo.

#### **4.3 Regras para alocação de recursos**

A alocação de recursos reflecte em boa medida os objectivos definidos por cada FS e a tolerância ao risco subjacente a tais metas; dessa maneira os fundos devem ter noção e objectivos bem definidos no que tange a relação “risco x retorno”, de seus investimentos.

Assim, é esperado que um FS de estabilização, que tem tipicamente objectivos de curto e médio prazo, aloque uma parte maior de seus recursos em investimentos de horizonte mais curto, evitando exposição a activos de baixa liquidez e de alto risco. Um FS estratégico, dependendo do montante de gastos correntes permitidos em seu regulamento, também deve priorizar a liquidez em parte de seus investimentos. Por outro lado, espera-se que um FS de acumulação, com objectivos de transferência de renda entre gerações, tenha em sua carteira investimentos de maturação mais longa, admitindo maiores flutuações de seu património no curto prazo visando um retorno superior no futuro (Truman, Edwin, 2008).

As regras específicas de alocação de recursos são definidas caso a caso, variando consideravelmente entre FSs. Ainda assim, seguem uma série de parâmetros comuns, que incluem exposição a cada classe de activos (renda fixa,



renda variável, *private equity*, *real estate*, etc.), concentração geográfica dos investimentos, concentração sectorial, concentração em activos denominados em uma mesma moeda, entre outros. Um dos principais pilares da política de investimentos de FSs é a aplicação de recursos em activos estrangeiros. O objectivo que norteia essa estratégia é o de esterilizar as divisas e reservas externas provenientes das receitas petrolíferas para evitar influxo excessivo de divisas e as consequentes pressões inflacionárias e de apreciação cambial.

Por último, vale mencionar que alguns FSs – como o do Kuwait, Nova Zelândia e Noruega – podem excluir uma série de investimentos de seu portfólio por razões diversas, como sanções ou boicotes internacionais, questões sociais, éticas, ambientais ou religiosas, incluindo outros objetivos de desenvolvimento.

#### **4.4 Políticas de parcerias com outras instituições financeiras**

Parcerias com outras instituições financeiras fazem parte da política de investimentos de FSs.

As modalidades mais usuais são co-investimentos ou *joint-ventures*<sup>11</sup> com fundos de *private equity*, bancos ou outras instituições financeiras, sejam públicas ou privadas. Como as parcerias agem comumente em investimentos directos em empresas (sejam elas abertas ou fechadas) ou novos empreendimentos, o nível de retorno esperado é mais elevado do que o de aplicações tradicionais em renda fixa ou até mesmo em determinados instrumentos de renda variável. Ao mesmo tempo, o risco envolvido é maior, sendo que FSs que adoptam parcerias devem ter perfil de investidores de longo prazo com certa tolerância ao risco.

---

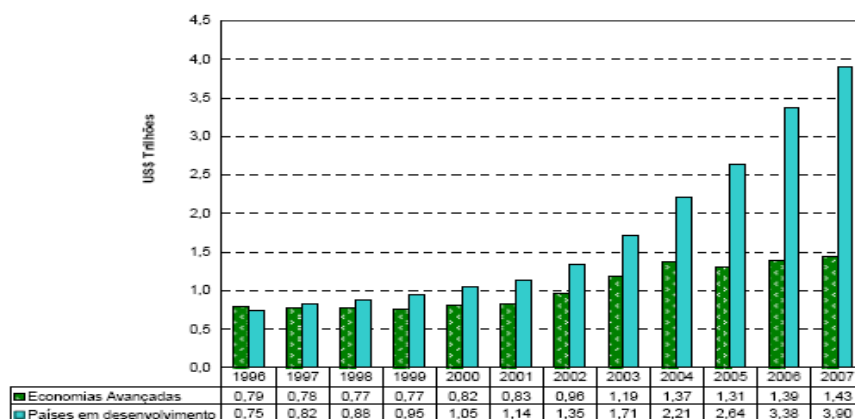
<sup>11</sup> É uma forma de aliança entre duas ou mais entidades com o fim de partilharem o risco de negócio, os investimentos, as responsabilidades e os lucros associados a determinado projecto.

## Capítulo 2 - Condicionantes da evolução do Fundos Soberanos e Perspectivas de Futuro

### 1. Evolução

Com o recente *boom* de *commodities* e os ganhos de competitividade de alguns países em relação às economias industrializadas, ampliaram-se as receitas dos países exportadores. Esse aumento de receitas, aliado ao esforço dos países em desenvolvimento em acumular reservas — sobretudo após a crise da Ásia de 1997, mediante superávits persistentes em conta-corrente —, estimulou a proliferação dos FSs. Seguindo recomendações do Fundo Monetário Internacional, os países em desenvolvimento adoptaram como estratégia manter reservas internacionais líquidas em montante equivalente, no mínimo, à dívida externa com vencimento inferior a um ano — directriz conhecida também como regra Gguidotti-Ggreenspan-FMI<sup>12</sup> —, como forma de se evitar o risco de contracção abrupta dos fluxos internacionais de capitais. Assim, de um montante inferior a um trilhão em 1997, as reservas internacionais dos países em desenvolvimento alcançaram mais de US\$ 3,9 trilhões, o que corresponde a mais do que o dobro das reservas mantidas pelos países avançados.

Gráfico 2. Evolução das reservas internacionais, 1990-2007



Fonte: FMI – *International Financial Statistics*. Online Database. Elaboração Grupo de Conjuntura.

<sup>12</sup>IPEA - texto para discussão | 1315 | dez 2007

Este expressivo acúmulo de reservas pelos países em desenvolvimento viabilizou inúmeros planos de criação de Fundos de Estabilização, com o objectivo de favorecer o fluxo de receita sustentável para fazer face ao esgotamento dos recursos naturais e/ou a perda de competitividade internacional das empresas domésticas.

Da mesma forma, estimulou a procura por uma redução do custo de peso das reservas. De uma forma sucinta as reservas internacionais são, geralmente, investidas pelos bancos centrais em títulos, líquidos e seguros, dos tesouros dos países desenvolvidos, principalmente os norte americanos. A transferência de parte das reservas para um fundo de investimento permite a ampliação do retorno, mesmo considerando o maior risco, uma vez que os FSs investem em activos financeiros e físicos variados e fazem uso de instrumentos derivativos.<sup>13</sup>

## **2. Aspectos Macroeconómicos**

A outra face do processo de internalização dos fluxos de divisas consiste em desafios como a excessiva pressão à valorização da taxa de câmbio em função do volume de recursos em um determinado período. A apreciação da moeda doméstica prejudica o desempenho dos sectores exportadores e pode levar a um processo de substituição de bens produzidos internamente por similares importados, colaborando, assim, com a desintegração de cadeias e simplificação da estrutura produtiva da economia. A formação das reservas em divisas também coloca desafios à autoridade monetária referentes aos impactos sobre a regulação da liquidez doméstica e ao seu custo de financiamento. O fato de que as compras de divisas são feitas contra entrega da moeda doméstica encerra um dilema constituído pela necessidade de esterilizar, total ou parcialmente, esses recursos, mediante a colocação de títulos públicos. Conhecida como intervenção de esterilização, este tipo de operação apresenta, pois, um custo fiscal que será tão

---

<sup>13</sup> Instrumentos financeiros que possuem preços derivados do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro.

mais elevado quanto maior for a diferença entre a taxa de juros interna e a externa. Vale dizer, depende da rentabilidade da aplicação das reservas em divisas no mercado internacional e do rendimento pago pelo Estado nos títulos da dívida pública interna. Dessa maneira, deve ser definido um arranjo de políticas que permita uma gestão macroeconómica temporalmente consistente desses fluxos de forma a minimizar os desafios impostos (Belbute, José M, 2008).

Esses arranjos de políticas estão condicionados, por sua vez, pelos diferentes regimes cambial-monetários. Em regime de câmbio fixo, há a necessidade de defesa de uma determinada taxa de câmbio que obriga o banco central a intervir no mercado de câmbio, comprando ou vendendo reservas e anulando a pressão dos fluxos sobre a taxa. A consequência dessa intervenção é a perda de capacidade de determinar o nível de liquidez doméstico ou a ampliação do endividamento público, no caso de esterilização.

Em regimes de câmbio flexível, o influxo de divisas traduzir-se-ia em apreciação da taxa de câmbio que, ao produzir crescente aumento das importações, equilibraria o saldo das contas externas. Com um ajustamento via preço relativo entre moedas, o banco central estaria isento da obrigatoriedade de formação de reservas e da necessidade de esterilização para manter o nível de liquidez da economia (Belbute, José M, 2008).

Esse arranjo, na prática, apresenta diferentes desdobramentos que o problematizam. Em primeira instância, a apreciação cambial e a ampliação das importações podem levar a efeitos não desejados, como mencionados anteriormente, sobre a estrutura produtiva da economia. Por outro lado, a não formação de reservas não é uma possibilidade concreta num ambiente de liberalização financeira e comercial em um sistema monetário internacional hierarquizado. A estabilidade da taxa de câmbio e a redução da vulnerabilidade externa passam pelo acúmulo de reservas internacionais, seja qual for o regime cambial, excepto para o país emissor da moeda dominante, os EUA (Eichengreen,

2004). Sob câmbio flexível, contudo, as intervenções podem não ser constantes, permitindo que um menor volume de divisas seja comprado ou vendido pelo banco central. As experiências históricas demonstram, assim, que na maioria dos casos a adoção do regime de câmbio flutuante convive com algum grau de intervenção do banco central sobre a taxa de câmbio.

A posição marginal das moedas dos países emergentes nos mercados financeiros internacionais, num ambiente de livre mobilidade de capitais, tem exigido dos bancos centrais volumes expressivos de reservas cambiais para fazer frente a movimentos especulativos e choques externos (Eichengreen, 2004). A persistência do ambiente favorável ao saldo comercial dos países em desenvolvimento dos últimos anos não só permitiu a formação dessas reservas, reduzindo a volatilidade da taxa, mas também exerceu pressões para a valorização das moedas desses países. O nível de liquidez internacional tem, por sua vez, colaborado com a intensificação desse movimento de apreciação cambial. Outros países têm lançado mão da tributação das exportações, cujos recursos são canalizados para fundos de estabilização. Os recursos desses fundos são acumulados em períodos de alta dos preços das exportações e utilizados para eliminar, ou pelo menos atenuar, os impactos de sua queda. Mas, esses recursos estão expressos nas divisas obtidas com a actividade exportadora e nem sempre transitam pelo mercado de câmbio.

### **3. Doença Holandesa**

A doença holandesa é um conceito que recebeu este nome por ter sucedida em meados da década de 70, na Holanda, quando alguns economistas observaram que as exportações de gás natural estavam influenciando sobre a taxa de câmbio, ameaçando toda a sua indústria<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> "The Dutch Disease" (November 26, 1977). *The Economist*, pp. 82-83.

A doença holandesa conduz a uma taxa de câmbio que inviabiliza potencialmente a produção de bens comercializáveis que não usam os recursos que lhe deen origem. Para que isto ocorra é preciso que um sector que utiliza os recursos naturais do país seja substancialmente mais produtivo do que esse mesmo sector em outros países de forma a dar origem a rendas ricardianas<sup>15</sup>, ou cujo preço derive de poder de monopólio. Nestes termos, a doença holandesa é a falha de mercado que deriva de rendas ricardianas<sup>16</sup> associadas à produção e exportação de um número limitado de bens produzidos com aqueles recursos naturais. Sachs e Warner (2001), resumizando a literatura sobre a doença holandesa, a explicam por um choque de riqueza no sector de recursos naturais que cria excesso de demanda no sector de não comercializáveis, implicando uma mudança de preços relativos. A apreciação da taxa de câmbio define-se por essa mudança de preços relativos favorecendo os bens não comercializáveis.

Releva-se, neste contexto, o facto de que um desenvolvimento económico só é possível se o país contar com uma taxa de câmbio competitiva que estimule as exportações e os investimentos. A evidência empírica em relação a esta proposição é clara: todos os países que se desenvolveram no século XX, como o Japão, a Alemanha, a Itália e, mais recentemente, os países asiáticos dinâmicos, contaram sempre com taxas de câmbio que viabilizavam o desenvolvimento da indústria manufactureira (Krugman, Paul, 2001).

A teoria económica convencional tende a pensar o crescimento económico apenas em termos de oferta, concentrando sua atenção na educação, na melhoria mais geral do capital humano, no desenvolvimento científico e principalmente tecnológico, na inovação, e nos investimentos em máquinas que aumentam a produtividade do trabalhador. De fato, não há desenvolvimento sem melhoria da

---

<sup>15</sup> Ou seja, seu preço de mercado seja definido no mercado internacional pelo produtor menos eficiente na margem.

capacidade e da eficiência produtiva, ou seja, sem aumento do volume e da qualidade da oferta de bens e serviços. Entretanto, como Keynes e Kalecki demonstraram de forma clássica, a demanda não é automaticamente criada pela oferta, de forma que pode se constituir em obstáculo essencial ao crescimento económico (Krugman,Paul,2001). Na demanda, constituída pelo consumo, os investimentos, os gastos públicos e o saldo comercial, a variável chave são os investimentos e as exportações porque são aquelas que podem ser aumentadas sem se incorrer em custos de diminuição de poupança como é o caso do consumo ou de desequilíbrio fiscal como é o caso do gasto público. Não apenas elas representam directamente demanda quando há saldo nas transacções comerciais, mas, além disso, elas estimulam a variável principal da demanda – os investimentos – que operam tanto do lado da oferta quanto da demanda. As exportações são assim estratégicas para resolver o problema de insuficiência de demanda ou de desemprego. Quando, o país encontra-se em uma posição na qual aproveita seus recursos naturais para iniciar uma actividade de exportação, o principal obstáculo ao desenvolvimento económico geralmente se situará no lado da demanda: haverá insuficiência crónica de oportunidade de investimentos lucrativos nos sectores produtores de bens comercializáveis cuja principal causa será a tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio que existe nos países em desenvolvimento; de uma forma mais clara pode-se entender que os investimentos, sejam eles financeiros, mão de obra, dentre outros passam a serem direccionados para o petróleo, por exemplo, e as outras áreas ficam em segundo plano.

O que nos leva a um outro problema, com o aumento da exportação deste bem o país passa a sofrer com a apreciação cambial, o que leva a sectores produtivos de outras áreas passem a sofrer no que diz respeito a comercialização dos seus bens, uma vez que fica mais barato importar e mais caro exportar. Esta tendência, por sua vez, geralmente terá como principal causa a doença holandesa.

A doença holandesa é compatível com o equilíbrio intertemporal das contas externas, podendo, portanto, produzir efeitos negativos por tempo indefinido. É

uma falha de mercado porque o sector produtor de bens intensivos em recursos naturais gera uma externalidade negativa sobre os demais sectores da economia impedindo que esses sectores se desenvolvam.

A neutralização da doença holandesa pode ser feita de maneira completa através de duas medidas. Primeiro, pelo estabelecimento de um imposto ou contribuição sobre a venda dos bens que lhe dão origem. Segundo, os recursos desse imposto não deverão ser internalizados, mas serem usados para a constituição de um fundo internacional de activos financeiros de forma a evitar que sua entrada no país reaprecie a taxa de câmbio. Foi isto, essencialmente, o que fez a Noruega depois que descobriu e passou a exportar o petróleo do Mar do Norte. A Grã-Bretanha, que descobriu petróleo na mesma época, não neutralizou a doença holandesa e sua economia sofreu as consequências (Chatterji e Price, 1988). O Chile também neutraliza de forma adequada a doença holandesa ao taxar pesadamente as exportações de cobre.

#### **4. Os Fundos Soberanos e a Crise Financeira Mundial**

Em meados de 2007, tendo como epicentro a economia americana, instalou-se nova crise mundial, após anos de prosperidade ininterrupta. Com os seguidos anos de crescimento os bancos americanos ampliaram suas linhas de crédito, sobretudo no sector imobiliário e reduziram as exigências para liberar financiamentos, no chamado mercado *sub-prime*.

O mercado imobiliário americano passou por uma fase de expansão acelerada logo depois da crise das empresas "pontocom", em 2001. Os juros da Federal Reserve (Fed, o BC americano) vieram caindo para que a economia se recuperasse, e o sector imobiliário se aproveitou desse momento de juros baixos.

A demanda por imóveis cresceu, devido às taxas baixas de juros nos financiamentos imobiliários e nas hipotecas; o grande problema foi que com esse



*boom*, a procura por títulos *subprime* cresceu, motivo que levou os bancos a securitizarem esses créditos para assim conseguirem fluxo de caixa a partir dos títulos *subprime*<sup>17</sup>.

Entre as categorias de risco existe o chamado mercado *prime*, crédito classificado como de primeira linha dados a pessoas com histórico de bom pagador. O mercado *subprime* concedido a pessoas que não conseguem comprovar capacidade de pagamento, tem histórico de inadimplência ou não são pontuais, portanto com risco maior de entrar em inadimplência .

Neste contexto, os fundos que mais sentiram o golpe foram os *private equity*, fundos agressivos, extremamente especulativos especializados em levantar dinheiro de grandes investidores, comprar companhias em dificuldades, saneá-las e depois vendê-las com grande lucro, gerando uma lucratividade em torno de 20% ao ano, contra menos de 5% dos títulos do Tesouro dos EUA. Estes fundos passaram de US\$ 10 bilhões em 1991 para US\$ 469 bilhões em 2006 .

No *subprime* os financiamentos podem ser obtidos por hipotecas, onde o dono do imóvel hipoteca seu bem e passa a pagar uma prestação mensal próxima do valor de um aluguer. Pela securização, os pagamentos que os bancos vão receber pelas hipotecas ou créditos imobiliários são transformados em “recebíveis”. Com a operação o banco recebe o dinheiro do financiamento à vista, pagando por isso um deságio. No mercado de hipotecas 70% são *prime* , 20% *subprime* e 10% “alternativo”, aquele que não tem qualquer tipo de avaliação. Foram criados também fundos americanos e europeus lastreados em papéis que carregavam os financiamentos de imóveis americanos; são os CDOs, Collateralized Debt Obligations<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup>Crédito à habitação de alto risco que se destina a uma fatia da população com rendimentos mais baixos e uma situação económica mais instável. A única garantia exigida nestes empréstimos é o imóvel.

<sup>18</sup> tipo de *asset-backed security* ou crédito estruturado. Os CDOs compram exposição a um *portfolio* de empréstimos e dividem o risco de crédito por diversas *tranches*: *tranches* sénior (com *rating* de crédito AAA), *tranches mezzanine* (*rating* de AA a BB), e *tranches* de *equity* (sem *rating*). As perdas sustidas pelo *portfolio*

As turbulências nos mercados financeiros globais atingiram um ápice no início de 2008 um novo patamar, com o anúncio das perdas dos principais bancos americanos e europeus, devido à crise do mercado de hipotecas *subprimes*. Devido às dificuldades de avaliar a extensão das exposições dos bancos à crise do mercado de hipotecas *subprime* em suas operações não registadas nos balanços; a baixa de liquidez nos mercados interbancários se aprofundou, a despeito das intervenções dos bancos centrais, sobretudo o norte-americano e o europeu, que injectaram liquidez continuamente ao longo do segundo semestre de 2007. Para limitar os efeitos da contracção do crédito, o Federal Reserve também reduziu a taxa básica de juros e a taxa do redesconto. Embora essas acções tenham acalmado temporariamente os mercados, promovendo a redução das taxas de juros interbancárias a um nível mais adequado, não tiveram o efeito de conter o aprofundamento da crise, em razão da dimensão da pirâmide de crédito construída em cima dos empréstimos de hipotecas de alto risco. Com o aprofundamento da crise e a contracção de liquidez no mercado monetário, os bancos tiveram de honrar esse crédito, o que implicou registo contábil e necessidade de atender rapidamente aos requerimentos de capital. Para atender às exigências regulatórias, os bancos americanos foram buscar aportes de capital nos investidores estrangeiros e, em particular, nos fundos soberanos dos países em desenvolvimento superavitários.

O Citigroup, anunciou perdas de US\$ 10 bilhões no quarto trimestre de 2007, o pior resultado desde sua criação, em 1812. O Merrill Lynch perdeu US\$ 10 bilhões, o suíço UBS teve prejuízo de US\$ 11,3 bilhões e o Morgan Stanley também teve perdas. Todas estas instituições tiveram lucros em 2006, o que nos coloca uma grande dúvida de como foi possível instituições até então detentoras de excelentes ratings encontrarem-se nesta situação; neste sentido deve-se observar com grande cautela o papel das agencias de ratings.

---

de crédito são tomadas por ordem inversa de senioridade, pelo que por um lado as tranches júnior recebem cupões (taxas de juro) mais elevadas e por outro sofrem as primeiras perdas do *portfolio*.

## **Ajuda aos bancos**

Em 2007 os estrangeiros investiram US\$ 414 bilhões em 2007, montante mais de 90% superior ao de 2006 e mais que o dobro da média da última década. Segundo levantamento do banco JPMorgan, 13 dos maiores fundos soberanos tinham, até o início de 2008, injectado US\$ 54,7 bilhões em sete grandes bancos americanos. Em novembro de 2007, o fundo do governo de Abu Dhabi comprou 4,9% das acções do Citigroup por US\$ 7,5 bilhões.

Apenas no início de 2008, o Citigroup e o Merrill Lynch anunciaram ter recebido mais de US\$ 21 bilhões em investimentos, a maior parte de fundos soberanos de países como Kuwait e Singapura, em uma acção no sentido de manter a economia americana crescendo e que demonstra a enorme liquidez internacional, especialmente na Ásia, decorrente dos altos preços do petróleo. De um lado estes investidores aproveitaram o bom momento para comprar acções e de outro lado, deram liquidez ao sistema, evitando o risco de pânico e corrida de saques que poderia levar a uma crise internacional de proporções incalculáveis.

Um dos fundos soberanos de Singapura, o GIC injectou cerca de US \$6,68 bilhões no Citigroup. O mesmo fundo já tinha comprado em dezembro de 2007, por US\$ 9,7 bilhões, 9% da participação do banco suíço UBS. O Merrill Lynch recebeu US\$ 6,6 bilhões do banco japonês Mizuho e de fundos dos governos da Coreia do Sul e do Kuwait. A Temasek Holdings, o fundo soberano de Singapura, comprou no início de 2008 parte do UBS e 9% do banco Merrill Lynch. O governo chinês pagou US\$ 5 bilhões pelo controle de parte do banco Morgan Stanley e um grupo de investimentos do governo do Dubai, adquiriu 6,5% da rede hoteleira MGM Mirage. Para John Taim, executivo chefe da Merrill Lynch, “as instituições financeiras foram muito agressivas em assumir suas perdas e em buscar recapitalização, a qual está ocorrendo devido ao grande interesse em investir nos EUA, inclusive por parte de fundos soberanos o que pode contribuir para atenuar os efeitos da crise (Souza, Marcílio,2008).

## **5. A necessidade de regulação**

Os fundos soberanos de riqueza, criados pelos países em desenvolvimento, ganharam destaque nos fóruns políticos internacionais e na imprensa. Movimentando recursos estimados entre US\$ 1,9 a 3,5 trilhões; esses fundos, que passaram despercebidos por várias décadas, tornaram-se, assim, importantes atores financeiros globais.

Ao mesmo tempo em que são fontes de recursos para empresas e bancos, como visto nos episódios de compra de participação accionaria em grandes bancos internacionais afectados pela crise *subprime*, suas estratégias de investimento podem influenciar os mercados de activos e cotação das principais divisas. Embora actuem à semelhança de qualquer outro fundo de investimento financeiro, diversificando aplicações e buscando altos retornos, os fundos soberanos — de propriedade de governos — suscitam preocupação quanto a seus potenciais impactos na estabilidade financeira mundial, no funcionamento da economia de mercado e na segurança nacional dos países industrializados, principalmente por tratarem na sua maioria – os principais - de fundos pertencentes a países que muitas vezes não são vistos com bons olhos pelo ocidente e por não serem claros os objetivos inerentes aos investimentos..

### **5.1 Oportunidades de negócios**

Os fundos soberanos têm utilizado parte dos seus recursos para adquirir participações em empresas e bancos nos países industrializados. Os aportes de recursos, em total superior a US\$ 40 bilhões, realizados pelos SWF no Citigroup, na Merrill Lynch e em outras instituições financeiras afectadas pela crise *subprime*, foram vistos com bons olhos não somente pelas próprias instituições carentes de capital, mas também pelo Tesouro americano e por vários analistas internacionais, para exemplificar temos abaixo a Tabela 2 que demonstra os aportes de capital realizados por alguns fundos.

Tabela 2. Investimentos

Data do Anuncio	Fundo de Riqueza Soberana	Instituição Financeira	Montante (US\$ Bilhões)
26/11/2007	Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7,5
10/12/2007	Government of Singapura Investment Corporation	UBS	9,8
19/12/2007	China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0
24/12/2007	Temasek Holdings	Merril Lynch	4,4
15/01/2008	Government of Singapura Investment Corporation	Citigroup	6,9
	Kuwait Investment Authority		3,0
15/01/2008	Korea Investment Authority	Merril Lynch	2,0
	Kuwait Investment Authority		2,0
Total			240,6

Extraído de GIEVE, John. Sovering wealth funds and global imbalances. BIS Review, nº31, March 2008, pg.9.

As aplicações desses fundos criaram inúmeras oportunidades de negócio nos mercados de capitais. Porém, também levantaram suspeitas, dentro e fora dos EUA, de que os investidores soberanos possam ter objectivos políticos.

Os enormes superávits dos países exportadores de *commodities* e dos países asiáticos são o outro lado da moeda dos deficits em transacções correntes de outros países, em particular dos Estados Unidos. Actualmente, em torno de 95% das reservas oficiais estão investidas em títulos de dívida soberana ou de agências internacionais, denominados em dólar, euro e libra esterlina, que são aplicações consideradas líquidas e seguras. Os SWF buscam diversificação dos seus portfolios e investem também em bónus corporativos, acções, *private equity*, imóveis e outros activos.

De acordo com Setser e Ziemba (2007), os fundos soberanos dos países do Oriente Médio, por exemplo, além de estarem investindo em acções mais do que outros investidores oficiais, teriam reduzido a participação do dólar (estimada em 60%) em favor de países emergentes (asiáticos) e da Europa.

Partindo deste ponto podemos indagar que o crescimento dos SWF e suas estratégias de diversificação podem contribuir — via "efeito substituição de classe de activos" — para a volatilidade nos preços dos activos financeiros e taxas de câmbio. A diversificação das aplicações dos SWF podem se traduzir na redução da demanda por títulos do Tesouro americano, usualmente adquiridos pelos bancos centrais na gestão das reservas oficiais, com impacto na taxa de câmbio, por exemplo, do euro, caso haja mudança em direcção a activos denominados nessa moeda. A opacidade dos SWF agravaria o potencial de risco sistémico, devido ao risco de comportamento de “manada” e contágio. A falta de informação sobre a composição dos portfolios e as estratégias de investimentos dos SWF também suscitariam dúvidas sobre se tais estratégias são tomadas exclusivamente com o objectivo de ampliar os retornos ou se possuem motivação geopolítica.

#### **4.2 A necessidade de transparência**

Complementarmente, dado o porte dos SWFs, o temor na Europa e nos Estados Unidos também é de que os fundos soberanos, caso passem a atuar como jogadores no mercado financeiro mundial, possam transformar-se em mais uma fonte de instabilidade no sistema. Afora o proteccionismo comercial sempre praticado e raramente admitido pelos países mais desenvolvidos, atualmente parece estar em curso um proteccionismo no mercado de capitais.

Dentre diversas dessas transacções, envolvendo países em desenvolvimento, destacam-se três. A primeira resultou no aumento da participação de 7,6% do Delta Two – um fundo de investimento de propriedade da Família Real do Catar – na rede de supermercados J Sainsbury plc do Reino Unido, para 25% em junho de

2007. A aquisição adicional de US\$ 1,5 bilhão em acções tornou o Delta Two o seu maior accionista individual. A segunda foi o chamado Acordo Dubai Ports, uma tentativa por parte da DP World, empresa de propriedade do governo de Dubai, de adquirir a Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), sediada em Londres. Essa corporação era a quarta maior operadora de portos do mundo, gerindo importantes portos nos EUA, tais como Nova York, Nova Jersey, Filadélfia, Baltimore, Nova Orleans e Miami. A terceira proveio das operações realizadas pela Gazprom, conglomerado estatal russo, em vários países europeus, tais como a compra de participação accionaria na empresa aeroespacial Airbus e a tentativa de obter o controle acionário da Centrica, a principal distribuidora de gás na Grã-Bretanha (Warde, Ibrahim, 2008). No mesmo ano, a aquisição pelo fundo soberano chinês CIC de 10% das acções da Blackstone, uma das mais agressivas empresas de *private equity* dos Estados Unidos, que possui o controle da rede de hotéis Hilton e da Deutsche Telekom, lançou mais lenha nessa fogueira.

A novidade é que agora são empresas multinacionais de países em desenvolvimento que estão adquirindo multinacionais de economias avançadas. E o fato de pertencerem a governos fez soar o alarme em relação às ameaças potenciais dos investimentos directos estrangeiros realizados pelos fundos de investimentos soberanos, que podem ter motivações geopolíticas.

O debate ficou concentrado em questões de segurança nacional, no mundo após os ataques terrorista de 11 de Setembro de 2001, reflectindo temores de venda de empresas em sectores estratégicos, como a indústria petrolífera, e o controle estrangeiro da infra-estrutura, como as instalações de transporte de carga marítima.

Paradoxalmente, as teorias preconizando a conveniência de abertura irrestrita da conta de capital por parte dos países em desenvolvimento bem como os benefícios trazidos pela aceitação incondicional dos investimentos directos

estrangeiros em seus territórios por parte desses mesmos países, no momento, têm sido abandonadas por aqueles que prescreviam a receita, levando a um contraste entre a doutrina e a prática nas nações mais avançadas.

A legislação sobre os investimentos estrangeiros está configurada na Emenda Exon-Florio (Exon-Florio Amendment – EFA) de 1988 à Lei de Segurança Nacional (Defence Production Act) de 1950, a qual autoriza o presidente dos EUA a proibir ou suspender aquisições de empresas americanas por parte de estrangeiros, se forem consideradas ameaças à segurança do país, e nenhuma outra autoridade jurídica apresentou medidas contrárias. Os processos de revisões das aquisições sob o amparo da EFA são realizados pelo Comitê de Investimentos Estrangeiros dos EUA (Committee on Foreign Investments in the US – CFIUS). Esse colegiado, presidido pelo Tesouro, apresenta suas recomendações ao presidente dos EUA que, por sua vez, tem autoridade para tomar as decisões apropriadas (da Silva, Edna , 2009).

Além dos EUA, a maioria dos países industrializados dispõe de instrumentos para identificar transações críticas e tomar medidas necessárias para prevenir ameaças aos seus interesses nacionais, sobretudo em termos de segurança. Os EUA, França, EU e Japão possuem leis específicas para regulamentar o investimento estrangeiro, estabelecendo mecanismos de revisão e relatórios periódicos sobre as actividades dos investidores externos no país, mantendo as autoridades informadas.

Enfim, o crescimento dos activos dos fundos soberanos de riqueza bem como a escala de suas operações de investimento e de outras entidades estatais dos países em desenvolvimento, desencadeou o debate nos EUA e na Europa sobre os interesses desses fundos e desses países em corporações americanas e europeias.



A falta de informações sobre a composição dos portfólios e as estratégias de investimento dos fundos soberanos de riqueza suscita temores se são motivadas não apenas financeiramente, mas também geopoliticamente. Nesse sentido, envolveriam implicações em termos de segurança nacional, especialmente para controlar segmentos (e conhecimentos) da indústria de defesa, infra-estrutura pública e privada (portos, energia, telecomunicações), empresas tecnológicas, acesso a fontes de suprimento de recursos naturais etc.

### **4.3 Barreiras indirectas ao investimento estrangeiro directo**

Tem existido o receio de que os fundos controlados por governos possam desencadear ondas de altas nos preços dos activos. Contraditoriamente, os fundos soberanos de riqueza vêm desempenhando um papel estabilizador na crise financeira deflagrada pela desvalorização dos activos associados com as hipotecas de alto risco (*subprimes*) americanas, no último trimestre de 2007 e primeiro semestre de 2008, eles realizaram importantes aportes de capital – cerca de US\$ 62 bilhões – nos grandes bancos americanos e europeus. Em novembro de 2007, por exemplo, o fundo soberano Abu Dhabi Investment Authority adquiriu participação de 4,9% no capital do Citigroup, aportando US\$ 7,5 bilhões, em Dezembro; o banco suíço UBS recebeu aporte de capital da ordem de US\$ 15,6 bilhões, vendendo participação accionaria a investidores estrangeiros, como o fundo soberano Government Investment Corporation (GIC) de Singapura. Em janeiro de 2008, outros fundos soberanos – entre os quais os do Kuwait e da Coreia do Sul – investiram mais US\$ 4 bilhões na Merrill Lynch. No mesmo dia, o Citigroup anunciou um aporte de recursos de US\$ 14,6 bilhões, sendo US\$ 6,9 bilhões do fundo GIC de Singapura e US\$ 3 bilhões do Kuwait Investment Authority (KIA).

De todo modo, a dimensão dos fundos disponíveis para grandes transacções aliada à baixa transparência nas estratégias de investimento e as potenciais implicações de tais aquisições para a macroeconomia, a segurança nacional e a

política industrial, intensificou o debate sobre a necessidade de se consolidar um código voluntário de conduta para fundos controlados por governos e evitar uma onda de proteccionismo. Esse código de conduta seria baseado em dois princípios fundamentais: melhores práticas de governança e maior transparência. As práticas de governança buscariam conter o grau de interferência política na gestão dos fundos. Contemplaria pelo menos os seguintes aspectos: clara alocação e separação de responsabilidade na estrutura interna de gestão dos fundos soberanos; definição dos objectivos gerais que norteariam a política de investimento do fundo.

Em 21 de março de 2008, o Fundo Monetário Internacional, em conjunto com a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) e os gestores dos fundos soberanos de riqueza lançaram a “Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda” (IMF, 2008). A União Europeia também elaborou uma proposta para a gestão dos fundos soberanos de riqueza: ampliar a transparência e a previsibilidade das acções (European Commission, 2008). No mesmo período, o Tesouro americano anunciou um acordo com os fundos soberanos de Singapura e dos Emirados Árabes. Segundo o acordo, os fundos aceitaram implementar normas em suas práticas de investimento de modo a ampliar a divulgação de informações e garantir que suas estratégias não possuiriam motivações políticas.

De qualquer modo, são vários os países que possuem já diversas barreiras restritivas quanto aos investimentos estrangeiros, não só aplicada aos fundos soberanos mas como para quaisquer investidores estrangeiros.

Nos EUA, as empresas sob controle estrangeiro não podem ser contratadas ou subcontratadas no que tange informações confidenciais.

No Japão, os planos de investimento de empresas sob controle estrangeiro podem ser alterados ou suspensos se forem considerados ameaça à segurança nacional, ordem pública, segurança pública, sobretudo na área de aviação, armas, explosivos, energia nuclear e aeroespacial.

A França se reserva o direito de restringir os investimentos estrangeiros nos sectores abrangidos pelo Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, sobretudo transporte aéreo, marítimo e seguros. Existem, também, preocupações especiais com empresas estatais, sobretudo na área de defesa, infra-estrutura e energia. Existem, no entanto, excepções para o Instrumento de Tratamento Nacional da OCDE (National Treatment Instrument) em diversos sectores.

O Federal Cartel Office da Alemanha analisa fusões e aquisições, inclusive investimentos directos estrangeiros, para verificar violações da lei alemã *antitrust*. É assumido o direito de restringir investimentos em transporte aéreo e marítimo e telecomunicações sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE. Existe, também na Alemanha, excepções para o Instrumento de Tratamento Nacional (National Treatment Instrument) da OCDE para investimentos estrangeiros em transporte aéreo e marítimo.

No Reino Unido existe uma participação do tipo *golden share* do governo (que lhe dá poder de veto, em última instância, às decisões estratégicas da empresa), para além do limite de 29,5% da participação estrangeira na British Aerospace PLC e na Rolls Royce PLC.

Neste país, as empresas sob controle estrangeiro não podem ser contratadas para fornecimento na área da defesa. Paralelamente, há exigências de cidadania para determinadas empresas envolvidas em actividades confidenciais e o veto à transferência de activos para determinadas empresas, para além de restrições às actividades de investimentos estrangeiros em determinados sectores. Sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, o Reino Unido se reserva o direito de restringir os investimentos estrangeiros nos sectores de transporte aéreo e marítimo e telecomunicações. Neste âmbito, impõem-se, também, restrições ao Instrumento de Tratamento Nacional (National Treatment

Instrument) da OCDE em contratos de fornecimento no sector aeroespacial, transporte marítimo e de defesa ( Kern 2007:13).

#### **4.4 Princípios de Santiago – Princípios e Práticas Geralmente Aceitados (PPGA)**

Os FSs, sendo fundos ou estruturas do investimento para uma intenção específica, criados pelo governo geralmente com objectivos macroeconómicos, adoptam estruturas legais e institucionais diversas.

Os FSs constituem-se, por outro lado, como um grupo heterogéneo de fundos pelas formas que assumem, tais como de estabilização fiscal, de poupança, de desenvolvimento, etc. Como investidores institucionais, têm contribuído para o desenvolvimento e para a prosperidade económica, sendo uma importante ferramenta gerencial das finanças públicas e das políticas macroeconómicas, trazendo benefícios também para os mercados mundiais devido grande parte à sua capacidade de alocar grandes quantidades de recursos objectivando investimentos de longo prazo e principalmente na sua actuação em momentos de crise no aporte de novos capitais

Nos últimos anos, a acelerada acumulação de reservas por parte de alguns países fizeram aumentar a relevância dos fundos.

Os FSs de investimento são constituídos normalmente com superávits dos contrapesos de pagamentos, operações oficiais da moeda corrente, fundos originando privatizações, superávits fiscais e/ou a renda das exportações de materiais crus.

O GITFSI (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) reconhece que os investimentos dos fundos são actualmente essenciais para os mercados

internacionais. Devido a isto é importante fixar mecanismos de controle e princípios básicos para a movimentação de tão avultosa quantidade de fluxos.

Consequentemente, os princípios e as práticas geralmente aceitados são governados pelos seguintes objectivos:

i. Manutenção de um sistema financeiro estável e para a circulação a livre circulação de capital e dos investimentos.

II. Cumprir com todas as exigências normativas e de transparência das informações dos países investidores.

III. Investimentos baseados em critérios relacionados ao rendimento e ao risco económico e financeiro.

IV. Estabelecer uma estrutura contínua e transparente do governo que conta com controles operacionais apropriados, em gerência do risco e em rendição dos clientes.

#### **4.4.1 Intenção do PPGA**

A intenção dos princípios e das práticas geralmente aceitas (PPGA) é identificar uma base de princípios e de práticas com aceitação generalizada.

Estes princípios e práticas tentam também garantir que, por meio de sua aplicação, os fundos que actualmente são relativamente pequenos em comparação com a totalidade mundial de recursos financeiros, são significativos com relação à capitalização dos mercados.

O tamanho considerado dos fundos oscila entre os US\$2 triliões e os US\$3 triliões. Visto que o relatório do FMI indica que os recursos financeiros estão em torno de US\$190 triliões, os SWF continuam gerando benefícios económicos e financeiros para seus países de origem, os países de recepção e para o sistema financeiro internacional.

A publicação do PPGA trabalha na contribuição da melhoria da percepção destes fundos tendo por finalidade contribuir para a estabilidade do sistema financeiro internacional e de reduzir as pressões proteccionistas.

Uma das bases para a obtenção destes objectivos é aumentar tanto quanto a transparência das operações e das estruturas dos fundos soberanos, como dos processos da selecção dos investimentos e do tratamento equalitario dos investimentos nos países de receptores.

#### **4.4.2 Natureza do PPGA**

Os PPGA constituem um ordenamento voluntário de princípios e de práticas garantidos pelos membros do GITFSI. Os PPGA denotam práticas e princípios gerais que podem ser postos em prática pelos países detentores de fundos. Os PPGA são sujeitos às disposições nos acordos entre estados, e às exigências legais e regulatórias. Consequentemente, a instrumentação de cada princípio que integra o PPGA é sujeitada às leis aplicáveis no país da origem.

O comité do investimento do OECD adoptou um relatório das políticas dos países de recepção na matéria de fundos soberanos do investimento, autenticado pelos ministros dos países membros da OECD, no começo de junho de 2008. O relatório do comité de investimento da OECD, 4 de abril de 2008, é visto:

*“a OECD continuará trabalhando para definir como os países de recepção mantêm seu compromisso com as políticas abertas do investimento internacional para os fundos soberanos, e ao mesmo tempo, protegem os interesses essencial da segurança.”*

É possível esperar que os princípios e as práticas que se baseiam sejam uma espécie de guia para os fundos existentes e à aqueles criados futuramente em diversos aspectos de suas actividades, consequentemente, que cumpram com exigências regulatorias aplicáveis e de informação em seus países de origem e nos países em que investem.

#### **4.4.3 Instrumentação e análise do PPGA**

O GITFSI reconhece a natureza em mudança dos fluxos de capital internacionais, e o fato que alguns fundos estão no calor do processo do estabelecimento.

O GITFSI reconhece também que diversos aspectos do PPGA poderiam se beneficiar dos estudos e trabalhos adicionais, como os relacionados à geração da informação integral e de confiança. Na mesma maneira, porque estão mudando os percursos macroeconómicos e financeiros dos investimentos dos fundos, e evoluem as práticas de tais fundos, pode ser necessário retornar para avaliar alguns aspectos do PPGA.

#### **4.5 Regras Comunitárias**

No início de março de 2008, os líderes da União Europeia aprovaram a proposta para adopção de um código internacional de conduta dos FSs, incluindo padrões de transparência e governança, com o propósito de garantir uma política comum de protecção aos “interesses políticos legítimos sem cair na armadilha do proteccionismo” e, ao mesmo tempo, reafirmar o direito dos estados-membros de proteger sectores industriais estratégicos (como o da defesa) contra investimentos estrangeiros indesejados.

Esse código de conduta tem dois pilares fundamentais: a governança e a transparência. A governança permite esclarecer o grau possível de interferência política na gestão dos FSs, contemplando os seguintes aspectos: clara alocação e separação de responsabilidade na estrutura interna de gestão dos FSs; definição dos objectivos gerais dos FSs que explicam sua política de investimento; autonomia operacional da entidade que executará os objectivos; e divulgação pública dos princípios gerais que regem as relações dos FSs com as autoridades governamentais.

A Comunicação da Comissão sobre os fundos soberanos propõe aos Chefes de Estado e de Governo da UE uma abordagem comum equilibrada e proporcionada a nível da UE, tendo em vista proteger os interesses legítimos sem cair no risco do proteccionismo.

Para isso é necessário que exista uma abertura clara sobre as informações disponibilizadas pelos diversos fundos. Como maneira de tornar isso possível, o comunicado apresentado pela Comissão em 2008 estabelece cinco princípios que são os seguintes:

- Empenhamento no princípio de um clima de abertura para os investimentos, tanto na UE como no resto do mundo, nomeadamente nos países terceiros que gerem fundos soberanos;
- Apoio aos trabalhos realizados a nível multilateral em organizações internacionais, tais como o FMI e a OCDE;
- Recurso aos instrumentos existentes a nível da UE e dos Estados-Membros;
- Observância das obrigações inerentes ao Tratado CE e dos compromissos internacionais, como por exemplo no quadro da OMC;
- Proporcionalidade e transparência.

Ainda segundo a mesma comunicação, a conjugação de uma abordagem semelhante por todos os países permitiria evitar que houvesse acções descoordenadas, que poderiam ser prejudiciais para o conjunto da economia.

Como destaca Kern (2007), vários FSs possuem administrações altamente profissionalizadas, com conhecimento especializado e experiência nos mercados globais de capital. Portanto, a preocupação dos críticos em relação à capacidade de observar os padrões de governança não são justificáveis, nem em teoria nem na prática. Esses fundos operam com objectivo de lucro como qualquer outro



investidor institucional. Esta mesma opinião é compartilhada pelo Comissário de Comércio da União Europeia. Em discurso na Conferência sobre Fundos Soberanos, realizada na OCDE em 28 de março de 2008, Mendelson (2008) afirmou que, “a despeito da tentação dos políticos em afirmar o contrário, os países da OCDE já possuem os instrumentos legais necessários para regular o estabelecimento e as ações dos investidores estrangeiros. Não seriam necessárias novas leis. O que os países avançados precisam é da garantia de que a conduta benéfica dos FSs no passado permanecerá como um guia útil e consistente do futuro”.

## Capítulo 3 – Abordagem Empírica

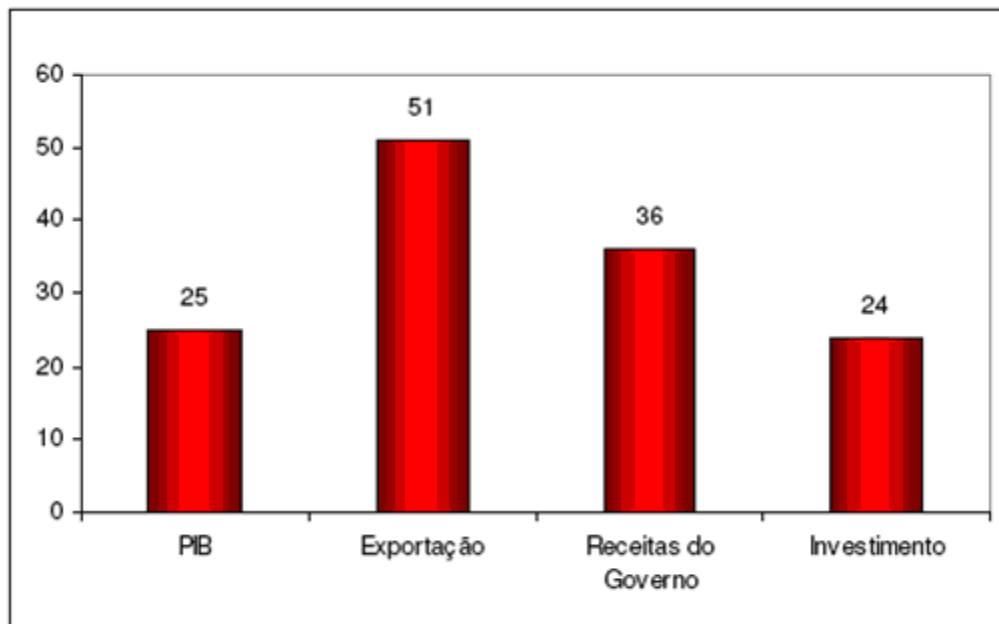
### 1. Case Study: desenvolvimento do fundo Norueguês

Escolhemos este fundo norueguês para abordar os diversos aspectos das motivações, organização, funcionamento e resultados dos FS's pelo simples facto de ser, provavelmente, o único que é suficientemente transparente para podermos obter informação adequada para o efeito, para além de ser, tendencialmente, o maior fundo num futuro próximo.

#### 1.1 Formação

A expressiva concentração da pauta de exportação da Noruega em relação ao petróleo e seus derivados se traduziu em forte correlação entre o desempenho das actividades petrolíferas e a economia como um todo.

Gráfico 3 - Participação do sector petrolífero na economia norueguesa 2007%



Fonte: Statistics Norway and Ministry of Finance, apud NBIM(2007)

O petróleo proporcionou grandes influxos de divisas para o país durante o período de 1979/1980, durante as altas no seu preço. No entanto, em momentos de queda drástica do preço do produto, como em 1986, proporcionou efeitos adversos, reforçando a preocupação a respeito da instabilidade macroeconómica que as variações de preço poderiam causar.

Dessas preocupações surgiram iniciativas de criar um fundo de estabilização dos efeitos da volatilidade do mercado de petróleo, sobre o restante da economia, que aplicaria as receitas fiscais provenientes da exploração desse mineral nos mercados financeiros internacionais.

Assim, em 1990, o Parlamento norueguês (*Storting*) criou, a partir das receitas obtidas com a exportação de petróleo, um fundo de reserva, o *Government Petroleum Fund* que era controlado pelo Ministério das Finanças e cujas operações eram dirigidas por um sector específico do Banco Central. Em 2006, o fundo foi renomeado para *Government Pension Fund – Global* (GPF-G). Apesar da alteração no nome, os objectivos do fundo não foram alterados. O GPF-G compõe, juntamente com o *Government Pension Fund – Norway* (GPF-N), um fundo ainda mais amplo que lhes dá nome, o *Government Pension Fund* (GPF), cujo objectivo é facilitar a formação de poupança pelo sector público, necessária para fazer frente à rápida expansão dos gastos com seguridade social (pensões e aposentadorias), assim como garantir a gestão de longo prazo da receitas provenientes do petróleo.

Os activos do *Government Pension Fund* chegaram a US\$ 445 bilhões no final de 2009.

Os objectivos do *Government Pension Fund – Global* são três (Gutierrez, 2005):

- (1) Proteger a política fiscal e monetária de desdobramentos das oscilações do preço do petróleo (meta de estabilidade);

- (2) Transformar activos reais (recursos naturais) em activos financeiros, a fim de permitir que as gerações futuras possam ser beneficiadas (meta de intergeracional);
- (3) Evitar a apreciação cambial e o demasiado aquecimento da demanda interna, com possíveis repercussões nos preços internos (meta de competitividade)

### **1.2 Mecanismos Captação**

O fundo é capitalizado a partir das receitas fiscais da exploração do petróleo. Os instrumentos utilizados pelo governo são taxas de rentabilidade proveniente da propriedade e licenciamento das reservas de petróleo e gás natural possuídas pela *State Direct Financial Interest (SDFI)*, dividendos e taxas sobre emissão de CO2 (introduzidas em 1991) e *royalties*.

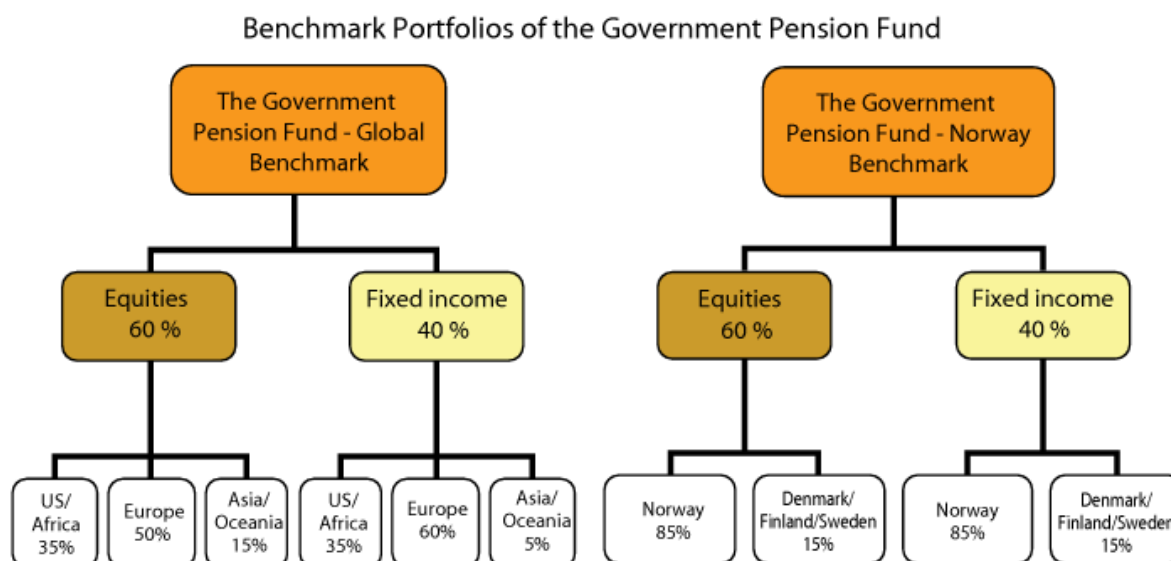
O sistema de taxação sobre o petróleo recai sobre as receitas líquidas, sendo dedutíveis alguns gastos com investimentos. Em primeiro lugar, incide a *Ordinary Corporate Tax* de 28%, que é aplicável a todas as empresas na Noruega. Das receitas líquidas são subtraídos os gastos com investimentos e a depreciação, incidindo, então, sobre esse valor (receita ajustada) uma taxa de 50% referente à *Special Tax Rate*. Assim, em termos marginais, a apropriação da renda do sector pelo Estado pode chegar a 78%.

### **1.3 Gestão**

A gestão operacional do *Government Pension Fund – Global* é realizada pelo Banco Central da Noruega, a partir de um departamento específico, o *Norges Bank Investment Management (NBIM)*. Entretanto, é o Ministério das Finanças quem determina os objectivos estratégicos a serem seguidos e supervisiona a gestão dos operadores.

O Ministério das Finanças é responsável pela alocação estratégica dos recursos; define o portfólio *benchmark*<sup>19</sup>; estabelece limites dos desvios com relação a esse *benchmark* e reporta os resultados obtidos pelo fundo ao Parlamento norueguês. Já o NBIM é responsável pela gestão do portfólio; pela exposição a riscos e pelos custos de transacção. Assim, o Ministério das Finanças estabelece um portfólio (*benchmark*), a partir do qual o NBIM buscará obter a maior rentabilidade possível para níveis de risco semelhantes.

Tabela 3 - Benchmark



Fonte: Norges Bank, Folketrygdfondet og Ministry of Finance

As aplicações dos recursos do fundo, realizadas nos mercados internacionais em sua totalidade, devem partir do portfólio estabelecido pelo Ministério, e consiste em títulos de renda fixa e em acções, em proporções de 60% e 40% respectivamente.

Os activos de renda fixa devem ser compostos por 60% de títulos emitidos por países europeus, 35% de americanos e africanos e 5% de países da Ásia ou

<sup>19</sup> processo de comparação do desempenho entre dois ou mais sistemas

Oceânia. No que diz respeito às *equities*, as proporções são 50% para acções negociadas em Bolsas da Europa, 35% da América e África e 15% da Ásia e Oceânia. Ao longo do tempo da aplicação, entretanto, a evolução dos preços dos activos pode e, geralmente leva, a uma composição diferente do portfólio do fundo, a que se deve seguir uma recomposição da carteira de maneira a aproximá-la do *benchmark*. A supervisão e avaliação do Ministério se dão por meio do acompanhamento do desvio padrão da diferença entre o retorno anual do portfólio efectivo e o retorno anual do portfólio que funciona como *benchmark* (*tracking error*). Foi estabelecido um *tracking error*<sup>20</sup> esperado de até 1,5 p.p., buscando, dessa maneira, limitar os riscos assumidos pela gestão do fundo. Por outras palavras, a rentabilidade ou prejuízo da carteira total do *Government Pension Fund – Global* deve ficar contido do intervalo de +/- 1,5 p.p. em relação ao rendimento do *benchmark*.

Tabela 4 – Retorno anual sobre o Fundo

(em %)

Net real return	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1997 - 2008
Pension Fund – Global	7,15	8,20	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,30	8,46	5,57	1,05	-24,38	1,50
Pension Fund – Norway	5,60	-2,29	6,24	3,08	0,97	0,49	13,31	10,12	7,28	8,55	8,43	-28,77	2,12

Fonte: Norges Bank, Folketrygdfondet og Ministry of Finance

De acordo com a tabela 4 pode-se perceber o desenvolvimento ao longo da última década do retorno anual dos fundos; o Pension Fund, por exemplo, apresentou, até 2007, um rendimento positivo médio de 4,5%, variando entre cerca de 1% e 13%. Entretanto, durante os períodos de crises financeiras, 2001-2002 e 2008

<sup>20</sup> O *tracking error* mede o desvio-padrão da diferença entre os retornos do portfolio e os do benchmark

como era de se esperar de um fundo de investimento, ambos os fundos apresentam valores negativos muito elevados, ultrapassando os -25% que, todavia, não são capazes de comprometer os objectivos de rentabilidade do fundo norueguês.

#### **1.4 Funcionamento do GPF-G e política macroeconómica**

O fundo recebe a totalidade das receitas públicas com origem nas actividades de petróleo e gás; entretanto, deve financiar o deficit do orçamento não-petróleo, isto é, a diferença entre as receitas advindas de impostos não relacionados às actividades petrolíferas e os gastos públicos. Assim, os recursos só são incorporados ao património do fundo em caso de superávits orçamentários, vale dizer, quando as receitas relacionadas a petróleo, acrescidas daquelas com outras origens, conseguem superar o volume de gastos públicos.

Em março de 2001, as transferências do fundo ao orçamento público passaram a seguir directrizes públicas, objectivando aumentar a transparência das operações. A principal medida foi limitar as transferências anuais para o orçamento público em 4% do património do fundo. Essa taxa representa o retorno real esperado anualmente sobre seus activos, o que conservaria o valor do estoque de riqueza para as gerações futuras.

Entretanto, o limite de 4% possui alguma flexibilidade. As transferências devem ser capazes de financiar a política fiscal anticíclica em momentos de recessão ou desaceleração económica.

Ademais, a decisão do volume da retirada anual do fundo está condicionada a outros factores, como a estabilização da taxa de câmbio ou a tentativa de impedir apreciação da taxa, ainda que o regime vigente seja de câmbio flutuante, em função do impacto sobre competitividade dos demais sectores da economia norueguesa que não os relacionados ao petróleo.

## **1.5 Responsabilidade Social**

O fundo, administrado pelo banco central, segue directrizes éticas estabelecidas pelo governo e, no passado, já excluiu empresas que produzem armamento nuclear e bombas de fragmentação, que causam danos ao meio-ambiente ou que são responsáveis por abusos aos direitos humanos e aos direitos dos trabalhadores.

A ministra de Finanças, Kristin Halvorsen, disse que seu país "acredita que responsabilidade social e ambiental cria as melhores condições para retornos altos e sustentáveis a longo prazo." Ela revelou que o Banco Central norueguês tem discutido com "um grande grupo agrícola global" (Clipping Ministério do Planejamento, 2009) sobre seus esforços para pôr fim ao trabalho infantil, mas não revelou o nome da empresa (Landon Thomas Jr., New York Times, Oslo).

## **1.6 Perspectivas diante da crise mundial**

Exportador de petróleo e dono de fundo soberano de US\$ 465 bilhões, o país cresceu 3% em 2008, apesar do cenário global.

Diante desse período crítico no final de 2008, a ministra das Finanças, Kristin Halvorsen, autorizou o fundo norueguês a ampliar o programa de compra de ações em US\$ 60 bilhões - cerca de 23% da produção da Noruega (Landon Thomas Jr., New York Times, Oslo).

Com essa visão empreendedora, a Noruega vem prosperando não obstante a pior desaceleração econômica mundial desde a Depressão; a economia norueguesa cresceu em 2008 pouco menos de 3%. O governo ostenta um superávit de orçamento de 11% e não contabiliza dívidas.

A Noruega é um país relativamente pequeno, com uma população de cerca de 4,6 milhões de habitantes e tem a vantagem de ser uma grande exportadora de petróleo. Contabilizou uma receita vinda do petróleo de US\$ 68 bilhões no ano



passado, quando os preços do barril subiram para níveis recorde. Apesar de os preços do petróleo terem caído dramaticamente, o governo não está preocupado. Isso porque a Noruega evitou cair na usual armadilha que hoje aflige países ricos em energia. Em vez de despender suas riquezas prodigamente, aprovou legislação estabelecendo que as receitas do petróleo vão directamente para o seu fundo soberano, dinheiro do Estado que é usado para fazer investimentos no exterior. Agora esse fundo está perto de se tornar o maior do mundo, apesar de ter contabilizado uma perda de 23% no ano passado, por causa da queda dos investimentos.

É graças a essa enorme poupança que hoje o governo pode aumentar os gastos públicos para estimular a economia sem armar uma armadilha para o futuro. No início deste ano, o governo anunciou um pacote de estímulo fiscal de 2,9 bilhões de dólares que inclui investimentos extras em infra-estruturas e isenção de impostos para o sector privado. Pouco tempo depois, foi lançado outro plano de ajuda de 15 bilhões de dólares para aumentar a liquidez dos bancos e fornecer novas linhas de crédito às empresas e empresários.

## ***2. Teste empírico do estudo***

Com o objetivo de testar algumas interações e conclusões referentes ao tema analisado no decorrer deste trabalho, decidiu-se recorrer ao processo de entrevistas com individualidades de competência institucionalmente reconhecidas que cobrem certas valências:

- Sensibilidade para questões regulatórias;
- Experiência na gestão de fundos; e
- Aptidão para a utilização de fundos;

## 2.1 Entrevistados

Para esse efeito foram entrevistadas as seguintes individualidades

### a) Luís Filipe dos Santos Costa

Habilitações literárias

- Licenciatura em Economia pelo Instituto Superior de Economia/Universidade Técnica de Lisboa, na área de Política Monetária e Relações Económicas Internacionais.

Experiência profissional (entre outras):

- Presidente da PME Capital, Sociedade de Capital de Risco;
- Administrador do IAPMEI, Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação;
- Director do Banco Português de Negócios, S. A., e administrador de empresa imobiliária;
- Dirigente do Crédit Lyonnais

### b) Manuel Ramos de Souza Sebastião

Habilitações literárias

- Licenciatura em economia pelo Instituto Superior de Economia/Universidade Técnica de Lisboa.
- Doutoramento em economia (Ph.D.) pela Universidade de Columbia em Nova Iorque

Nova Iorque

Experiência profissional (entre outras):

- Presidente do Conselho da Autoridade da Concorrência;
- Administrador do Banco de Portugal ;
- Vogal do Conselho Directivo do Instituto de Seguros de Portugal.

### c) Vítor Sequeira

Habilitações literárias

- Licenciatura em economia pelo Instituto Superior de Economia/Universidade Técnica de Lisboa.

Experiência profissional (entre outras):

- Administrador Delegado da Sociedade Gestora de Fundos de Pensões da PT.

### **2.3 Questões levantadas**

Nas entrevistas seguiu-se o seguinte guião de questões, cobrindo as três questões iniciais da dissertação, constantes do Capítulo relativo à Introdução, e três outras questões complementares que surgiram inspiradas no decorrer da investigação:

1. Poderão os Fundos Soberanos, para além dos objectivos de mera ordem financeira, constituir um importante instrumento de estratégia de investimento e de domínio externo por parte dos países em vias desenvolvimento?
2. Que benefícios e riscos de longo prazo colhem os países desenvolvidos dos Fundos constituídos nos países em vias de desenvolvimento?
3. Que influência terá a recente tendência de regulação por parte dos países desenvolvidos na evolução dos Fundos Soberanos?
4. Muitos dos analistas pensaram que durante a crise os Fundos Soberanos teriam um maior peso assim como uma estratégia mais ofensiva em certos sectores; entretanto o que observou-se foi uma certa timidez. Será que isso deve-se a uma estratégia pensada ou a uma imaturidade no que diz respeito ao gerenciamento destes fundos?
5. Os países procuram isolar seus fundos de interferências políticas, o que talvez seja o maior perigo para um investidor gerido pelo governo. Na sua opinião, quais as ferramentas necessarias para evitar-se este tipo de conflito?

6. Como podemos encarar certas barreiras aos investimentos por parte destes fundos em sectores estratégicos, tais como energia, transportes, etc. por parte dos fundos, visto que os mesmos ainda não apresentam um nível de transparência satisfatório?

O resultado das posições assumidas está sintetizado no quadro a seguir (a ordem de numeração dos entrevistados não corresponde à ordem da sua apresentação; já a numeração das respostas corresponde à numeração atrás apresentada):

**Tabela 5 – Resumo das Entrevistas**

	<b>Entrevistado 1</b>	<b>Entrevistado 2</b>	<b>Entrevistado 3</b>
<b>Questão 1</b>	Objectivos estritamente económicos	Objectivos que visam a rentabilidade	Instrumento económico assim como de política externa
<b>Questão 2</b>	Rentabilizar rendimentos	Financiamento às empresas Diminuta governace	Retorno do investimento Empresas dependentes de fundos
<b>Questão 3</b>	Maior transparência	Modelo mais racional	Difícilmente haverá regulação explícita
<b>Questão 4</b>	Preocupação com a rentabilidade	Segurança do portfolio	Estratégia pensada à longo prazo
<b>Questão 5</b>	Regulação	Regulação	Política gerencial com vista ao futuro
<b>Questão 6</b>	Preocupação desnecessária	Depende do país em questão	Reacção de defesa

## 2.4 Interpretação das respostas

Gostariamos então de as posições assumidas em cada questão, e analisar suas opiniões:

**Questão 1** - *Poderão os Fundos Soberanos, para além dos objectivos de mera ordem financeira, constituir um importante instrumento de estratégia de investimento e de domínio externo por parte dos países em vias desenvolvimento?*

Pode-se observar no que tange a questão 1 que o entrevistado 1 e 2 possuem a mesma opinião, considerando os fundos unicamente como mais um agente financeiro que visa a rentabilidade a longo prazo de seus investimentos; entretanto o entrevistado 3 acrescenta que os países detentores desses fundos, principalmente os provenientes da Ásia e Médio Oriente, além dos objetivos econômicos, também possuem uma visão de três objetivos: econômico, político e estratégico, a tentarem uma maior voz no cenário das negociações internacionais

**Questão 2** - *Que benefícios e riscos de longo prazo colhem os países desenvolvidos dos Fundos constituídos nos países em vias de desenvolvimento?*

A respeito a esta questão o entrevistado 1 observa que os fundos não apresentam em sua constituição, parcela de risco aos países desenvolvidos; detentor de outra opinião é nosso entrevistado 2 que acredita que a longo prazo as empresas se beneficiam pois passam a ter acesso a financiamentos, assim como garantias sobre empréstimos; vale acrescentar que a longo prazo o entrevistado 3 analisa que os investimentos provenientes destes fundos em países desenvolvidos torna possível o retorno do déficit comercial na forma de investimentos.

**Questão 3** - *Que influência terá a recente tendência de regulação por parte dos países desenvolvidos na evolução dos Fundos Soberanos?*

Nessa questão os entrevistados 1 e 2 partilham a mesma opinião de que a regulação leva a melhores práticas de *governance* e transparência nos investimentos; já o entrevistado 3 observa que criar uma legislação regulatória pode ser encarado como um ato hostil para com a soberania de alguns fundos provenientes da Ásia e Médio Oriente; entretanto crê na possibilidade de haver, sim, uma maior análise e vigilância por parte das entidades reguladoras dos países receptores de investimentos no que diz respeito a origem e destinação dos investimentos realizados pelos fundos.

**Questão 4** - *Muitos dos analistas pensaram que durante a crise os Fundos Soberanos teriam um maior peso assim como uma estratégia mais ofensiva em certos sectores; entretanto o que observou-se foi uma certa timidez. Será que isso deve-se a uma estratégia pensada ou a uma imaturidade no que diz respeito ao gerenciamento destes fundos?*

Nesse ponto, todos os entrevistados acreditam que não houve falta de maturidade e sim uma iniciativa que é comum a todos os fundos em terem uma estratégia pensada a longo prazo, e que, de certo modo, estar a especular diante da crise seria um risco desnecessário para as suas reservas pois, diferentemente dos *hedge funds* que possuem uma postura meramente especulativa, esses fundos são baseados na manutenção da riqueza para as gerações futuras.

**Questão 5** - *Os países procuram isolar seus fundos de interferências políticas, o que talvez seja o maior perigo para um investidor gerido pelo governo. Na sua opinião, quais as ferramentas necessarias para evitar-se este tipo de conflito?*

Esta foi uma questão que gerou opiniões distintas; primeiramente, o entrevistado 1 observou que os fundos actualmente já possuem uma gestão apurada que acaba por distanciar-se de interferências políticas; por sua vez, o entrevistado 2 cre que deva existir ferramentas regulatorias que diminuam a componente política para que evitem-se incoerências económicas advindas de irracionalidades políticas; por fim o entrevistado 3 divide os fundos de acordo com a forma partidária existente em cada país detentor de fundos; como exemplo de um fundo proveniente de um país democrático, citou o da Noruega que consegue criar uma barreira restritiva a interferências políticas; entretanto, países nos quais não existem sistemas democráticos, há uma grande dificuldade de separar economia de política e os fundos passam a ser agentes políticos ao invés de económicos.

**Questão 6** - *Como podemos encarar certas barreiras aos investimentos por parte destes fundos em sectores estratégicos, tais como energia, transportes, etc. por*

*parte dos fundos, visto que os mesmos ainda não apresentam um nível de transparência satisfatório?*

O entrevistado 1 conclui que os fundos soberanos são agentes financeiros como quaisquer outros nos quais o interesse principal é o retorno do investimento, o que torna desnecessária a preocupação sob investimentos em áreas estratégicas; esta opinião é partilhada pelo entrevistado 2, que acrescenta que investimentos em áreas estratégicas só são possíveis se existirem legislações que permitam a entrada de capital estrangeiro nestes sectores, o que não gera preocupação por si só; por fim, o entrevistado 3 observa que países como os do Medio Oriente e Asia acabam por possuir objetivos estratégicos aliados aos económicos ao entrarem em sectores estrategicos, o que pode gerar, futuramente, motivos de preocupação.

E importante resaltar que as questões acima colocadas representam opiniões de pessoas com profundos conhecimentos e experiência na área, e que servem para testar respostas para algumas questões que puderam surgir à partida e ao longo deste trabalho. Entretanto independentemente das opiniões, conjecturas, etc., só futuramente quando houver uma maior transparência os fundos poderemos obter respostas precisas sobre o tema.

## Capítulo 4 – Conclusão

Ao longo do trabalho, foram examinados a tipologia e alguns exemplos de fundos e constatou-se que, desde 2002, a tendência para o estabelecimento de fundos soberanos vem sendo reforçada, especialmente pela elevação dos preços dos produtos primários, pela continuidade do padrão asiático de crescimento e pela persistência dos desequilíbrios mundiais.

Viu-se que o fundo soberano é um poderoso instrumento de política económica constituindo-se, pois, em uma ferramenta valiosa para evitar os riscos da chamada “doença holandesa” – ou a sua forma mais agressiva, a “maldição dos recursos naturais” –, diversificar a economia e actuar de forma anticíclica. Como foi visto no caso norueguês que desenvolvemos como *case study*, o fundo tem uma actuação anticíclica na parte orçamental, ajuda as exportações, resguardando-as da apreciação do câmbio e evita a “doença holandesa”.

No caso de países emergentes, os fundos soberanos propiciam fortes intervenções na taxa de câmbio para manter a competitividade externa de sua economia, evitando os riscos da apreciação cambial e dos movimentos bruscos dos fluxos de capitais, que, no passado, levaram a diversas crises cambiais e económicas.

É esse o principal aspecto no que tange os investimentos dos fundos; ao longo da crise económica pela qual passamos, muitas foram as questões levantadas sobre o real objectivo desses fundos, justificando o receio dos países desenvolvidos frente aos países árabes e asiáticos que possuem as maiores reservas destes fundos.

Entretanto ao longo do trabalho viu-se que muito deste temor era infundado; certo que os fundos não divulgam especificidades dos seus investimentos, assim como o seu real portfólio, mas, em um momento de oportunidade para esses fundos



investirem durante o período da crise, os mesmos não souberam e/ou não desejaram aproveitar a baixa do mercado. Um facto que comprova essa falta de aptidão é o caso ADIA versus Citigroup no mês de Janeiro de 2009, na qual a ADIA ameaça processar o Citigroup por perdas financeiras, no valor de cerca de sete biliões de dólares em acções, o que demonstra um certo amadorismo.

Outro aspecto importante é sobre a dimensão dos fundos. Em análises projectadas pelo Morgan Stanley estima-se que em meados da próxima década os fundos representem cerca de 5% da riqueza mundial (Jenen, 2008:4), o que quer dizer que, por mais que os países tenham uma postura receosa sobre o real intento dos fundos, esses números deixam claro que os mesmos representam, ainda assim, uma percentagem relativamente pequena da riqueza mundial.

Questão essa que nos leva a outro questionamento quanto a necessidade de transparência dos fundos para evitar situação de pânico e receios infundados. Na verdade, muito se tem discutido nos últimos tempos sobre a importância de uma regulamentação e divulgação dos investimentos, e até que ponto isso pode ser útil.

Tal política de não transparência complica, sob vários aspectos, o funcionamento dos fundos soberanos. Em termos bem simples, eles são controvertidos e, para alguns, chegam a meter medo. Portanto, há governos que restringem os investimentos feitos por fundos estrangeiros, ou que cogitam em fazê-lo. Esse proteccionismo financeiro poderá ser evitado se esses vários investimentos geridos pela esfera pública forem mais transparentes, mais claros em seus objectivos e mais responsáveis em relação a seus diversos accionistas.”

O que torna se necessário - a fim de se evitar xenofobia e ressentimentos diversos que podem exagerar as preocupações sobre vários dos fundos, de crescimento mais acelerado, controlados por países como a China com ideologias que, em geral, são antagónicas às dos países ocidentais - é sim um sistema claro de

divulgação de resultados e o compromisso de agirem eticamente no mercado financeiro, objectivos que os Princípios de Santiago promovem. Um código de conduta deste tipo representa a solução mais eficaz e proporcionada em termos de resposta às preocupações relacionadas com o risco eventual de as operações transfronteiras de alguns fundos soberanos perturbarem o funcionamento normal das economias de mercado

Outro ponto trabalhado nesta pesquisa foram os benefícios que estes fundos podem trazer; a partir dos dados analisados podemos perceber que os fundos para os países em desenvolvimento proporcionam uma estabilidade cambial importante para manter-se a competitividade externa, além de que com a busca de investimentos em companhias ocidentais coloca-se a possibilidade de uma maior transferência de conhecimento e uma diminuição das dependências externas.

No caso mais aprofundado deste trabalho, que foi o fundo norueguês, pudemos perceber o quanto a implementação de um fundo desta natureza contribuiu para a *performance do país*, não só em proveito das gerações futuras que poderão aproveitar de uma economia estável quando não houver tamanhas rendas advindas do petróleo, como também para as gerações actuais; segundo (Truc Oliver 2010), há exactamente um ano, o primeiro-ministro trabalhista, Jens Stoltenberg, anunciou que iria utilizar mais dinheiro do Fundo do Petróleo do que o de costume para cobrir o deficit orçamentário e atenuar os efeitos da crise. O excedente das receitas dos hidrocarbonetos foi transferido para um Fundo do Petróleo, onde o dinheiro é colocado em acções e títulos internacionais, o que propiciou uma maior segurança à economia.

A proliferação de fundos soberanos é uma tendência mundial, em especial em países emergentes e/ou ricos em recursos naturais. Essa tendência decorre do fato de que possuir um fundo é uma forma menos “onerosa” de se proteger dos desequilíbrios financeiros mundiais.

Conclui-se que os fundos soberanos são fruto da desintermediação financeira em curso desde fins da década de 1960 e da necessidade de protecção contra a volatilidade característica do padrão câmbio flexível, sob forma de enormes acumulações de reservas.

Ainda, com base nos países em que se encontram os fundos soberanos e avultosas reservas cambiais, podemos ver uma mudança inédita do eixo de dinamismo da economia mundial, na qual devemos estar preparados e receptivos as novas dinâmicas e implicações que possam surgir, por se tratar de um processo em curso que muito ainda será especulado e analisado.

Entretanto, consideramos que é um caminho sem volta, pois, a cada dia que passa, os grandes países com fundos de enorme liquidez buscaram a diversificação de seus investimentos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## Referências Bibliográficas

Ashley Seager, “Sovereign funds defend themselves against calls for regulation”, *The Guardian*, 24 de janeiro de 2008.

Ashley Seager, “State investors deny political motivations”, *The Guardian*, 25 de janeiro de 2008.

Balance Of Payments Manual: International Monetary Fund;The IMF's Statistics Department has begun work on revising the fifth edition of the *Balance of Payments Manual (BPM5)*; January 2007

Belluzzo,Luiz G. de M. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais, in: CARNEIRO, Ricardo (Org.) *A supremacia dos mercados e a política económica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp, 2006, p. 33-50.BIS. *Quarterly Review*, September 2005, cap. 4. Basle: Bank for International Settlements.Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

Belbute, Jose Manuel Madeira, *Princípios de Macroeconomia Gradiva*, 2003 Fischer.

BERGO, Jarle. *Best practice in structuring stabilization and commodity wealth funds*. European Institute´s Sovereign Funds Roundtable, Londres, May 2007.

Blundell-Wignall, A, P. Atkinson and S. Lee (2008). “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”. *Financial Market Trends* 95. *OECD Journal* 2/2008.

Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi, 1997, Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, *The Quarterly Journal of Economics* 112, Issue 3, 693–728.

Carvalho,Jiane – Ativos devem triplicar em dez anos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28.11.2007, p B-1, Carta IEDI n. 338 - Desafios e Oportunidades do Pré-sal,site:<http://iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=20&2=62&infolid=3953&1=216> em 15.07.09

Cintra, Marcos A. M. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório I do Projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento* – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, julho de 2007 (mimeo).

Del Guercio, Diane, 1996, The distorting effect of the prudent man law on institutional equity investments, *Journal of Financial Economics* 40, 31–62.

EICHENGREEN, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Papers, n. 10.497.).

ERIKSEN, Tore. *The norwegian petroleum sector and the government pension fund – global*. Ministério das Finanças da Noruega, Secretaria Geral: Oslo, 2006.

FASANO, Ugo. Review of the experience with oil stabilization and savings funds in selected countries. *IMF Working Paper*, n. 112. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000.

Fernando, Nuno, *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, Switzerland 2009

Frias, Maria C. EUA defendem vigilância sobre fundo soberano, *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro, São Paulo, 25 de janeiro de 2008

*Financial Times* Special Report, Sovereign wealth funds: the new kids around the block, January 24, 2008.

Fundos de países devem investir mais em bancos – O Estado de São Paulo, São Paulo, site <http://www.andima.com.br/clipping/110108/index.html> em 11.01.2008

Haddad, Cláudio – Moto contínuo. Valor Econômico, São Paulo, site <http://www.andima.com.br/clipping/061207/index.html> em 06.12.2007

Jen, Stephen- How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, site <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504-ri.html#anchored3a90be-419e-11de-a1b3-c771ef8db296>, em 03.05.2009

Kern, Steffen – Sovereign wealth fund – state investments on the rise, Deutsche Bank Research, 2007

Krugman, Paul e Robin Wells – Introdução a Economia, São Paulo, Ed. Pearson.

Konieczny, Dominik, Características do Estado-Owned \* Fundos de Investimento, com particular incidência sobre a China Investment Corporation, site: <http://www.polska-azja.pl/>, em 09.06.2009

Lyons, Gerard - State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds

Lacerda, Antonio Correa de – Globalização e os fundos soberanos. . Gazeta Mercantil, São Paulo, 25.10.2007, p A-3

Landim, Raquel – Fundo não é ameaça fiscal, diz Dilma. Valor Econômico, São Paulo, site <http://www.andima.com.br/clipping/101207/index.html> em 10.12.2007

Lewis, Jennifer - Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2008/09, site: [http://www.gic.com.sg/PDF/NR\\_%20on\\_GIC\\_Report\\_0809.p df](http://www.gic.com.sg/PDF/NR_%20on_GIC_Report_0809.pdf), em 09.09.2009.

Landon Thomas Jr., A próspera Noruega dá uma lição de como conduzir a economia, New York Times, OSLO. Site: [http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20090517/not\\_imp372084,0.php](http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20090517/not_imp372084,0.php), em 17.05.2009

Loyola, Gustavo – Fundo soberano aumenta risco macroeconômico. Valor Econômico. São Paulo Capturado no site: - <http://www.andima.com.br/clipping/101207/index.html> em 10.12.2007.

Ming, Celso – Fundo sem fundos. O Estado de São Paulo, São Paulo, site <http://www.andima.com.br/clipping/251007/index.html> em 25.10.2007

OECD Emerging Markets Network Working Paper Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations Javier Santiso; October 2008.

Olivia S. Mitchell, Jose Ruiz (2009), Pension Payouts in Chile: Past, Present, and Future Prospects, In Olivia S. Mitchell, John Piggott, and Noriyuke Takayama, eds. *Revisiting Retirement Payouts: Market Developments and Policy Issues*. Oxford: OUP. 2011.; 106-130

St-Arnaud, L., Bourbonnais, R., St-Jean, M., & Rhéaume, J. (2007). Determinants of Return-to-Work among Employees Absent Due to Mental Health Problems. *Industrial Relations Journal*, 62 (4), 690-713.

Souza, Marcilio - Fundo soberano chinês tem US\$ 651,7 milhões, site <http://portalexame.abril.com.br/mercados>, em 10.12.2009

*The Economist*, 2008, Sovereign wealth funds: Asset-backed insecurity, January 17, 2008 (print edition).

The Government Pension Fund-Global , Finans Departementet, site <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin.html?id=216> , em 19.07.2009

Truman, Edwin – Sovereign Wealth Funds The Need for Greater Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics 2007

USDT. *Sovereign wealth funds*. U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, Annex III, June 2007.



Warde, Ibrahim, A ascensão dos fundos soberanos, site [http://diplo.uol.com.br/\\_Ibrahim-Warde\\_](http://diplo.uol.com.br/_Ibrahim-Warde_), em 08.07.2009

WILLIAMS, Ewart S. The heritage and stabilization fund of Trinidad and Tobago. *Heritage and Stabilization Fund Forum*, Porto de Espanha, maio de 2007.

## ANEXOS

## Anexo1- Síntese das informações sobre os actuais fundos soberanos

Country	Abbreviation	Fund	Assets \$Billion	Inception	Origin
 <u>United Arab Emirates</u>  <u>Abu Dhabi</u>	ADIA	<u>Abu Dhabi Investment Authority</u>	627	1976	Oil
 <u>Norway</u>	GPF	<u>Government Pension Fund - Global</u>	445	1990	Oil
 <u>Saudi Arabia</u>	SAMA	<u>SAMA Foreign Holdings</u>	431	n/a	Oil
 <u>China</u>	CIC	<u>China Investment Corporation</u>	288.8	2007	Non-commodity
 <u>Singapore</u>	GIC	<u>Government of Singapore Investment Corporation</u>	247.5	1981	Non-commodity
 <u>Kuwait</u>	KIA	<u>Kuwait Investment Authority</u>	202.8	1953	Oil
 <u>Rússia</u>	RNWF	<u>National Welfare Fund</u>	93.3	2008	Oil
 <u>China</u>	NSSF	<u>National Social Security Fund</u>	146.5	2000	Non-commodity
 <u>China</u>  <u>Hong Kong</u>	HKMA	<u>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</u>	139.7	1998	Non-commodity
 <u>Singapore</u>	TH	<u>Temasek Holdings</u>	122	1974	Non-commodity
 <u>Libya</u>	LIA	<u>Libyan Investment Authority</u>	65	2006	Oil
 <u>Qatar</u>	QIA	<u>Qatar Investment Authority</u>	65	2003	Oil
 <u>Australia</u>	AFF	<u>Australian Future Fund</u>	49.3	2004	Non-commodity
 <u>Algeria</u>	RRF	<u>Revenue Regulation Fund</u>	47	2000	Oil
 <u>Kazakhstan</u>	KNF	<u>Kazakhstan National Fund</u>	38	2000	Oil
 <u>Ireland</u>	NPRF	<u>National Pensions Reserve Fund</u>	30.6	2001	Non-commodity
 <u>Brunei</u>	BIA	<u>Brunei Investment Agency</u>	30	1983	Oil

 <u>France</u>	SIF	<u>Strategic Investment Fund</u>	28	2008	Non-commodity
 <u>South Korea</u>	KIC	<u>Korea Investment Corporation</u>	27	2005	Non-commodity
 <u>United States</u>  <u>Alaska</u>	APF	<u>Alaska Permanent Fund</u>	26.7	1976	Oil
 <u>Malaysia</u>	KN	<u>Khazanah Nasional</u>	25	1993	Non-commodity
 <u>Chile</u>	SESF	<u>Social and Economic Stabilization Fund</u>	21.8	1985	Copper
 <u>United Arab Emirates</u>  <u>Dubai</u>	ICD	<u>Investment Corporation of Dubai</u>	19.6	2006	Oil
 <u>United Arab Emirates</u>  <u>Abu Dhabi</u>	MDC	<u>Mubadala Development Company</u>	14.7	2002	Oil
 <u>Bahrain</u>	MHC	<u>Mumtalakat Holding Company</u>	14	2006	Oil
 <u>United Arab Emirates</u>  <u>Abu Dhabi</u>	IPIC	<u>International Petroleum Investment Company</u>	14	1984	Oil
 <u>Iran</u>	OSF	<u>Oil Stabilisation Fund</u>	13	1999	Oil
 <u>Azerbaijan</u>	SOF	<u>State Oil Fund</u>	11.9	1999	Oil
 <u>United States</u>  <u>New Mexico</u>	NMSIOT	<u>New Mexico State Investment Office Trust</u>	11.7	1958	Non-commodity
 <u>Canada</u>  <u>Alberta</u>	AHF	<u>Alberta's Heritage Fund</u>	11.1	1976	Oil
 <u>Nigeria</u>	ECA	<u>Excess Crude Account</u>	9.4	2004	Oil
 <u>New Zealand</u>	NZSF	<u>New Zealand Superannuation Fund</u>	8.6	2003	Non-commodity
 <u>Brazil</u>	SFB	<u>Sovereign Fund of Brazil</u>	8.6	2009	Non-commodity
 <u>Oman</u>	SGRF	<u>State General Reserve Fund</u>	8.2	1980	Oil & Gas
 <u>Botswana</u>	PF	<u>Pula Fund</u>	6.9	1996	Diamonds & Minerals

 <u>Saudi Arabia</u>	PIF	<u>Public Investment Fund</u>	5.3	2008	Oil
 <u>China</u>	CADF	<u>China-Africa Development Fund</u>	5.0	2007	Non-commodity
 <u>East Timor</u>	TLPF	<u>Timor-Leste Petroleum Fund</u>	4.2	2005	Oil & Gas
 <u>United States</u>  <u>Wyoming</u>	PWMTF	<u>Permanent Wyoming Mineral Trust Fund</u>	3.6	1974	Minerals
 <u>Malaysia</u>	TIA	<u>1Malaysia Development Berhad</u>	3.1	2008	Oil
 <u>Trinidad and Tobago</u>	HSF	<u>Heritage and Stabilization Fund</u>	2.9	2000	Oil
 <u>United Arab Emirates</u>  <u>Ra's al Khaymah</u>	RIA	<u>RAK Investment Authority</u>	1.2	2005	Oil
 <u>Venezuela</u>	FIEM	<u>FIEM</u>	0.8	1998	Oil
 <u>Vietnam</u>	SCIC	<u>State Capital Investment Corporation</u>	0.5	2006	Non-commodity
 <u>Kiribati</u>	RERF	<u>Revenue Equalization Reserve Fund</u>	0.4	1956	Phosphates
 <u>Indonesia</u>	GIU	<u>Government Investment Unit</u>	0.3	2006	Non-commodity
 <u>Mauritania</u>	NFHR	<u>National Fund for Hydrocarbon Reserves</u>	0.3	2006	Oil & Gas
 <u>United Arab Emirates</u>	EIA	<u>Emirates Investment Authority</u>	X	2007	Oil
 <u>Oman</u>	OIF	<u>Oman Investment Fund</u>	X	2006	Oil

## Anexo 2 - Caracterização sintética dos principais fundos soberanos

### Abu Dhabi Investment Authority (UAE)

Launch Year	1976
Fund Value (US dollars)	Estimates vary significantly -- from 250 billion to 1 trillion. <sup>1</sup> Our analysis says 625 billion.
Fund Value as % of GDP	521%
Growth Rate	10% p.a. <sup>2</sup>
Financing	Oil
Objective	Diversify investment of foreign currency reserves from oil exports.
Ownership	100% owned by Government of Abu Dhabi.
Management	Sheikh Khalifa, president of the UAE, is the Chairman.
Investment Policy and Asset Allocation	No investments in commodities and Middle East stock markets. Stakes in financial institutions in the region include Banque de Tunisie et des Emirats (39%), Arab Banking Corporation in Bahrain (27%), Arab International Bank in Egypt (25%), and the Joint Arab Investment Corporation (23%). Until 2006, investments only in foreign assets. ADIA's asset allocation: 50-60% in equities, 20-25% in fixed income, 5-8% in real estate, 5-10% in private equity and 5-10% in alternatives. Usually investments are limited to less than 4.5% to avoid disclosure. In 2006, a new institution was set up, the Abu Dhabi Investment Council, with the goal of investing both within and outside Abu Dhabi.
Outlook/Trends	The United Arab Emirates are expected to run annual current account surpluses of 35-40 billion US dollars over the medium term if oil prices remain at about the current level. ADIA could potentially be allocated a large part of these funds.
Transparency	Transparency is very low. In the 30 years since it was established, it has never publicly declared the value of assets it has under management. There is a lack of clarity about how much cooperation and competition there is between ADIA and ADIC. <sup>3</sup>
Recent investments	In May 2007 ADIA acquired 8% of EFG-Hermes, an Egyptian investment bank. In July 2007 purchased a small stake in Apollo Management, a US private equity company. In September 2007 ADIA announced a takeover of PrimeWest Energy Trust (Canada) for 5 billion dollars, according to press reports.

## Kuwait Investment Authority

Launch Year	1953
Fund Value (US dollars)	213 billion (March 2007), of which 174 billion invested in the Future Generations Fund and 39 billion in the Public Reserve Fund. <sup>7</sup>
Fund Value as % of GDP	265%
Growth Rate	30% (2006) <sup>8</sup>
Financing	Oil. Each year, 10% of state revenues are transferred to the Kuwait Investment Authority's (KIA's) Future Generations Fund (FGF). Assets cannot be withdrawn from the FGF. The KIA also manages the Public Reserve Fund, the main treasurer for the government.
Objective	To achieve a long term return in order to provide an alternative to oil reserves for Kuwait's future generations.
Ownership	Ministry of Finance
Management	Its board includes the oil minister, a representative of the central bank and of the finance ministry. Management of the FGF is outsourced to third-party managers.
Investment Policy and Asset Allocation	The FGF invests outside Kuwait. Its portfolio includes investments in private equity, hedge funds and real estate.
Outlook/Trends	The FGF is shifting from a very conservative strategy, aimed at preserving capital, towards a more risk-taking approach, focused on growth.
Transparency	Low. Disclosure to the public of any information related to KIA's work is prohibited by law.
Recent Investments	The KIA holds significant stakes in Daimler Benz and in the engineering group GEA.

## Government of Singapore Investment Corporation

Launch Year	1981. A restructuring in 1999 led to the creation of three operating units: the Public Markets Group, investing in equities, fixed income, and money market instruments; Government of Singapore Investment Corporation (GIC) Real Estate, investing in real estate-related assets; and GIC Special Investments, investing in venture capital and private equity funds, as well as direct investments in private companies.
Fund Value (US dollars)	100-330 billion (2007). <sup>6</sup> Our analysis says 215 billion.
Fund Value as % of GDP	169%
Growth Rate	GIC's annual return has averaged 9.5% in US dollar terms over the 25 years to March 2006, since its launch in 1981. In real terms, the annual rate of return averaged 5.3%.
Financing	Financed by reserves from high savings rate.
Objective	To preserve and enhance the international purchasing power of Singapore's reserves, by achieving a real rate of return above the G3 inflation rate by a specified amount over a specified long-term horizon. For medium-term performance monitoring, to outperform an appropriate composite of recognised market indices, through optimal allocation among and within asset classes.
Ownership	Private company wholly owned by the Government of Singapore.
Management	Lee Kuan Yew, Chairman; Dr Tony Tan, Deputy Chairman & Executive Director. Lim Siong Guan Group Managing Director (as of September 22, 2007).
Investment Policy and Asset Allocation	Invests in 40 markets, with a long-term focus through systematic diversification across equities, fixed income, foreign exchange, commodities, money markets, alternative investments, real estate and private equity.
Outlook/Trends	Increased holdings in emerging markets are likely.
Transparency	Medium. Information about structure and investments, but no detailed financial reports on website.
Recent Investments	July 2007: Part of consortium in 895 million US dollar acquisition of Myer Melbourne site for redevelopment. July 2007: Acquisition of a 50% in WestQuay Shopping Centre, UK, for 600 million US dollars. June 2007: Purchase of Chapterhouse Holdings Ltd., whose primary asset is the Merrill Lynch Financial Centre, for 960 million US dollars. May 2007: Formation of joint venture with Sumitomo Corporation to invest 1.3 billion US dollars over two years in Japanese retail properties. April 2007: Acquisition of 50% of for Westfield Parramatta (Australian real estate company) for 584 million US dollars.



## Temasek Holdings (Singapore)

Launch Year	1974
Fund Value (US dollars)	108 billion (March 2007). <sup>12</sup>
Fund Value as % of GDP	85%
Growth Rate	The value of Temasek's portfolio grew 35% over the year ending on March 31, 2007. Total shareholder return for the year was 27%. <sup>13</sup>
Financing	Reserves from high savings rate and reinvested profits.
Objective	Active shareholder and investor. Aims to create and maximise sustainable value for owner.
Ownership	An 'exempt private company' with Minister of Finance as shareholder.
Management	S Dhanabalan, Chairman. Ho Ching, CEO. Operates as an autonomous and professional investment house, guided by an independent board.
Investment Policy and Asset Allocation	Operates under commercial principles to maximise long-term returns. Temasek's geographical asset mix in March 2007 was: Singapore (38%); rest of Asia (excluding Japan) 40%; OECD economies (excluding South Korea): 20%; others 2%.
Outlook/Trends	Since 2002, Temasek has raised its focus on Asia (except Singapore and Japan). Over the 12 months to March 2007, exposure to Singapore declined from 44% to 38% and exposure to the rest of Asia (excluding Japan) rose from 34% to 40%. 61% of the portfolio is in the financial services, telecoms and media sectors.
Transparency	High. Audited annual financial reports, as well as periodic updates, are provided to the Ministry of Finance. While not required to release financials publicly, group financial highlights have been published since 2004 in the annual Temasek Review.
Recent Investments	Temasek confirmed on July 23 this year that it is investing almost 2 billion US dollars in Barclays plc. Temasek will invest a further 3 billion US dollars in Barclays conditional upon completion of the merger with ABN AMRO. Temasek also holds 17.22% in Standard Chartered Bank <sup>14</sup> . Other overseas investments during the year to March 2007 included new holdings in ABC Learning Centres (Australia, Temasek holds 12%), Intercell AG (Austria, 8.1%), Country Garden and Yingli Green energy (both China), INX Media (India, less than 25%), Mitsui Life (Japan, 4.6%), PIK Group and VTB Bank (both Russia). Temasek in May 2007 increased its stake in STATS ChipPAC to 83%. In late September 2007 press reports noted that Temasek and Singapore Airlines together acquired 24% of China Eastern Airlines Corporation.

## Government Pension Fund - Global (Norway)

Launch Year	1990
Fund Value (US dollars)	322 billion (March 2007). <sup>4</sup>
Fund Value as % of GDP	93%
Growth Rate	28% (2006) <sup>5</sup>
Financing	Receipts from oil licenses, oil taxes. About 80% of the government's oil-related revenues are transferred into the GPF.
Objective	The assets are to be used to meet the country's growing pensions bill after 2015.
Ownership	Norwegian Government (Ministry of Finance).
Management	Operational activities are delegated to Norges Bank Investment Management (NBIM), which is part of the Norwegian Central Bank. Most of the GPF is managed internally by the Norwegian central bank, but there are 50 external bond and equity managers running about 28% of the total.
Investment Policy and Asset Allocation	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bonds represent 60% (over half of them AAA-rated) of the portfolio and equities 40%.</li> <li>- Asset allocation broadly reflects the structure of Norway's imports but with over-emphasis given to the liquid US markets.</li> <li>- The benchmark is for over 50% to be placed in European currencies and 35% in North American.</li> <li>- Asia accounts for less than 10% of asset allocation. The GPF's investments in emerging markets is growing.</li> <li>- It has an ethical screening process to exclude companies with "unacceptable violations of fundamental ethical norms".</li> </ul>
Outlook/Trends	NBIM forecasts the fund will reach 500 billion US dollars by 2009.
Transparency	High. Annual and quarterly reports publicly available.
Recent Investments	The fund owns shares in about 3,500 companies, and it holds small stakes, typically below 1%.

















completion of the merger with ABN AMRO. Temasek also holds 17.22% in Standard Chartered Bank<sup>14</sup>. Other overseas investments during the year to March 2007 included new holdings in ABC Learning Centres (Australia, Temasek holds 12%), Intercell AG (Austria, 8.1%), Country Garden and Yingli Green energy (both China), INX Media (India, less than 25%), Mitsui Life (Japan, 4.6%), PIK Group and VTB Bank (both Russia). Temasek in May 2007 increased its stake in STATS ChipPAC to 83%. In late September 2007 press reports noted that Temasek and Singapore Airlines together acquired 24% of China Eastern Airlines Corporation.

## China Investment Corporation

Launch Year	2007. Official launch in September, although investment activities started earlier.
Fund Value (US dollars)	200 billion of foreign exchange reserves is currently being transferred to China Investment Corporation (CIC). An additional 200 billion may be added if Central Huijin Company, a People's Bank of China-dominated investment entity that controls three of China's 'big four' state banks, is folded into CIC as expected. At current market value, Huijin's shareholdings of the Bank of China, China Construction Bank and Commercial Bank of China are worth over 200 billion US dollars. <sup>9</sup>
Fund Value as % of GDP	8%
Growth Rate	The fund's initial capital is still being transferred.
Financing	Transfers from foreign exchange reserves.
Objective	To increase the return on assets. Chinese officials have suggested that the objective will include social and political returns.
Ownership	Chinese government.
Management	Deputy Secretary-General of the State Council Lou Jiwei, is likely to be appointed as the president of the new company. This will make it a ministerial-level organisation answering directly to the State Council. The names of the core management team have yet to be announced. The general manager will possibly come from the central bank or State Administration of Foreign Exchange. CIC is likely to delegate a substantial portion of management to foreign portfolio managers; however, there is likely to be a long selection process.
Investment Policy and Asset Allocation	Intended to manage a wide array of assets, not just shares from a few major financial institutions (as had been the case with Central Huijin Company).
Outlook/Trends	The fund may be required to aim for annual returns above 10%, in order to cover management costs and probable renminbi appreciation.
Transparency	Low.
Recent Investments	CIC in May this year invested three billion US dollars to acquire almost 10% of the initial public stock offering of US investment fund Blackstone Group LP. The People's Bank of China bought a 0.46% stake in BG Group plc in June and July this year for 250 million US dollars. This purchase is rumoured to have been on behalf of the CIC.

Russia). Temasek in May 2007 increased its stake in STS ChipPAC to 83%. In late September 2007 press reports noted that Temasek and Singapore Airlines together acquired 24% of China Eastern Airlines Corporation.

**Anexo 3 - Investimentos rejeitados de acordo com a política de  
responsabilidade social do fundo norueguês**

Company	HQ	Date of exclusion	Reason	Divestment (USD)
Alliance One International Inc.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	0.9m
Alliant Techsystems Inc	 United States	30 Jun 2005	Production of components for cluster munitions	N/A <sup>[nb 1]</sup>
Altria Group Inc.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	131m
Barrick Gold Corporation	 Canada	30 Jan 2009	Extensive environmental degradation related to the Porgera Gold Mine in Papua New Guinea	245m
BAE Systems Plc.	 United Kingdom	11 Oct 2005	Production of nuclear missiles for the French Air Force through the company MBDA	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Boeing Company	 United States	11 Oct 2005	Maintenance of ICBMs for the U.S. Air Force	N/A <sup>[nb 2]</sup>
British American Tobacco BHD	 Malaysia	19 Jan 2010	Production of tobacco.	9.4m
British American Tobacco Plc.	 United Kingdom	19 Jan 2010	Production of tobacco.	683m
European Aeronautic Defence and Space Company EADS N.V.	 France  Germany  Netherlands	30 Jun 2005	Production of nuclear missiles for the French Air Force through the company MBDA	N/A <sup>[nb 1]</sup>
Elbit Systems	 Israel	3 Sep 2009	Supply of surveillance systems for the Israeli West Bank barrier	5.0m
Finmeccanica Sp.A.	 Italy	11 Oct 2005	Production of nuclear missiles for the French Air Force through the company MBDA	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.	 United States	28 Mar 2006	Serious environmental damage	17.2m
GenCorp Inc	 United States	15 Nov 2007	Production of nuclear weapons	N/A
General Dynamics	 United States	30 Jun 2005	Production of components for	N/A <sup>[nb 1]</sup>

Corporation	States		cluster munitions	
Gudang Garam tbk pt	 Indonesia	19 Jan 2010	Production of tobacco.	0
Hanwha Corporation	 South Korea	15 May 2007	Production of cluster munitions	1.2m <sup>[19]</sup>
Honeywell International Inc.	 United States	11 Oct 2005	Simulations of nuclear explosions.	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Imperial Tobacco Group Plc	 United Kingdom	19 Jan 2010	Production of tobacco.	347m
ITC Ltd.	 India	19 Jan 2010	Production of tobacco.	48m
Japan Tobacco Inc.	 Japan	19 Jan 2010	Production of tobacco.	210m
KT&G Corp.	 South Korea	19 Jan 2010	Production of tobacco.	16m
L3 Communications Holdings Inc	 United States	30 Jun 2005	Production of components for cluster munitions.	N/A <sup>[nb 1]</sup>
Lockheed Martin Corp	 United States	30 Jun 2005	Production of components for cluster munitions.	N/A <sup>[nb 1]</sup>
Lorillard Inc.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco	42m
Northrop Grumman Corp.	 United States	11 Oct 2005	Maintenance of ICBMs for the U.S. Air Force	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Philip Morris Int. Inc.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	476m
Philip Morris Cr AS	 Czech Republic	19 Jan 2010	Production of tobacco.	2.7m
Poongsan Corporation	 South Korea	30 Sep 2006	Production of cluster munition	1.2m
Raytheon Company	 United States	30 Jun 2005	Production of components for cluster munitions.	N/A <sup>[nb 1]</sup>
Reynolds American Inc.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	36m
Rio Tinto Group	 United Kingdom	28 Apr 2008	Severe environmental damage	882m

SAFRAN SA	 France	11 Oct 2005	Production of nuclear missiles for the French Navy.	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Serco Group Plc	 United Kingdom	15 Nov 2007	Maintenance of British nuclear weapons through	N/A
Souza Cruz SA	 Brazil	19 Jan 2010	Production of tobacco.	7.4m
Singapore Technologies Engineering	 Singapore	22 Mar 2002	Production of anti-personnel landmine	N/A
Swedish Match AB	 Sweden	19 Jan 2010	Production of tobacco.	75m
Textron Inc	 United States	30 Jan 2009	Production of components for cluster munitions.	36m
United Technologies Corp.	 United States	11 Oct 2005	Production of engines for ICBMs in the U.S. Air Force	N/A <sup>[nb 2]</sup>
Universal Corp VA	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	3m
Vector Group Ltd.	 United States	19 Jan 2010	Production of tobacco.	2.1m
Vedanta Resources Plc	 United Kingdom	28 Aug 2007	Environmental and human rights abuses	12m
Wal-Mart Stores Inc.	 United States	28 Mar 2006	Breach of human rights and labour rights.	372m

## **Anexo 4 – Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)**

### **Santiago Principles**

In furtherance of the “Objective and Purpose,” the IWG members either have implemented or intend to implement the following principles and practices, on a voluntary basis, *each of which is subject to home country laws, regulations, requirements and obligations*. This paragraph is an integral part of the GAPP.

#### **GAPP 1. Principle**

The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s).

*GAPP 1.1. Subprinciple.* The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions.

*GAPP 1.2. Subprinciple.* The key features of the SWF’s legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and other state bodies, should be publicly disclosed.

#### **GAPP 2. Principle**

The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

#### **GAPP 3. Principle**

Where the SWF’s activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

#### **GAPP 4. Principle**

There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF’s general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

*GAPP 4.1. Subprinciple.* The source of SWF funding should be publicly disclosed.

*GAPP 4.2. Subprinciple.* The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

#### **GAPP 5. Principle**

The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

#### **GAPP 6. Principle**

The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

#### **GAPP 7. Principle**

The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF’s operations.

#### **GAPP 8. Principle**

The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

#### **GAPP 9. Principle**

The operational management of the SWF should implement the SWF’s strategies in an

independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

**GAPP 10. Principle**

The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.

**GAPP 11. Principle**

An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.

**GAPP 12. Principle**

The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.

**GAPP 13. Principle**

Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.

**GAPP 14. Principle**

Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.

**GAPP 15. Principle**

SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.

**GAPP 16. Principle**

The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.

**GAPP 17. Principle**

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to

demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

**GAPP 18. Principle**

The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

*GAPP 18.1. Subprinciple.* The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.

*GAPP 18.2. Subprinciple.* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.

*GAPP 18.3. Subprinciple.* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

**GAPP 19. Principle**

The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

*GAPP 19.1. Subprinciple.* If investment decisions are subject to *other than* economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.

*GAPP 19.2. Subprinciple.* The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

**GAPP 20. Principle**

The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.



**GAPP 21. Principle**

SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

**GAPP 22. Principle**

The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.

*GAPP 22.1. Subprinciple.* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring

and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.

*GAPP 22.2. Subprinciple.* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

**GAPP 23. Principle**

The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.

**GAPP 24. Principle**

A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.