



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A ECONOMIA MUNDIAL E A PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS: UMA  
ANÁLISE COMPARATIVA DO BRASIL COM EMIRADOS ÁRABES UNIDOS,  
NORUEGA, RÚSSIA, CHINA E CINGAPURA - DE 1970 A 2010.

INGRID BARRELLA DE OLIVEIRA CRUZ  
E-mail: [digrin\\_84@hotmail.com](mailto:digrin_84@hotmail.com)  
DRE: 104040736

Orientador: Nivalde J. Castro  
E-mail: [nivalde@yahoo.com](mailto:nivalde@yahoo.com)

Co-Orientador: Edson D. Gonçalves  
E-mail: [edson.d.goncalves@accenture.com](mailto:edson.d.goncalves@accenture.com)

2010  
Rio de janeiro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha mãe Regina e minha avó Carmella por toda a paciência, amor, suporte e pelas sólidas formações intelectual e moral. Sem vocês nada disso seria possível.

Agradeço aos amigos que me acompanham nesse caminhar de aprendizado, e por dividirem comigo as alegrias e as angústias além do companheirismo.

Agradeço ao meu co-orientador, Prof. Dr. Edson D. Gonçalves por toda a genuína dedicação, interesse e auxílio na elaboração desta tese.

Agradeço aos Professores que antes de mais nada foram meus amigos Nivalde J. Castro e Rubens Rosental por proporcionarem o meu crescimento profissional.

Agradeço a Linda por ter me dado ânimo e encorajamento nos momentos de desespero perto dos períodos de prova.

Agradeço a todos do corpo docente pelos preciosos ensinamentos das teorias econômicas e por me ajudarem a realizar o meu sonho de ser uma economista.

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é apresentar como as alterações na economia global proporcionaram o acúmulo de reservas internacionais, que foram de suma importância para a proliferação dos Fundos Soberanos. Serão destacadas as origens dos recursos, os objetivos e as estratégias adotadas, assim como a atuação desses instrumentos na recente crise do *subprime*. Neste trabalho, destaca-se a mudança que vem ocorrendo no eixo econômico, em que os países emergentes vêm ganhando maior notoriedade e importância nas decisões de investimento do mercado financeiro global. É de suma importância destacar que os Fundos soberanos são origem estatal, demonstrando maior participação do Estado como grupo investidor, indo na contramão de décadas de discursos liberalistas.

Palavras chave: Fundos Soberanos, Reservas Internacionais e Economia Internacional.

## **ABSTRACT**

This paper presents how the global economic changes induce the international reserves accumulation, which was fundamental for the Sovereign Wealth Funds growth. The highlighted topics will be its origins, objectives and the adopted strategies, as the performance of this government instrument in the recent financial crisis. It will also be emphasized the economic axis change in which the developing countries keeps growing its influence in the global financial market decisions. It is important to highlight that the Sovereign Wealth Funds are Government Funds, which shows the growth of the government investment participation in the global financial market, against decades of liberal speeches.

Key words: Sovereign Wealth Funds, International Reserve, and International Economics.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Yields soberanos de 2 anos .....	- 14 -
Gráfico 2 – Histórico de Yields de treasuries (EUA) .....	- 14 -
Gráfico 3 – Economias com maior volume de reservas internacionais .....	- 15 -
Gráfico 4 – Evolução dos Fundos Soberanos.....	- 20 -
Gráfico 5 – Preço do barril de petróleo entre os anos de 1970 – 2008.....	- 24 -
Gráfico 6 – Cotação do minério de ferro entre os anos de 1974 – 2007.....	- 24 -

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - <b>Estrutura de Governança do GPFG</b> .....	- 33 -
Quadro 2 – Estrutura de Governança dos Fundos Russos .....	- 40 -
Quadro 3 - Estrutura do FSB .....	- 47 -
Quadro 4 – Fontes de financiamento do fundo.....	- 49 -

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – <b>Rentabilidade das reservas do Brasil</b> .....	- 51 -
--	--------

## LISTA DE SIGLAS

ADIA – Abu Dhabi Investment Authority  
ADIC– Abu Dhabi Investment Council  
ADNOC – Abu Dhabi National Oil Company  
AHF – Alberta Heritage Fund  
APRF– Alaska Permanent Reserve Fund  
BIA– Brunei investment Agency  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
CIC – China Investment Corporation  
DES – Direitos Especiais de Saque  
EUA- Estados Unidos da América  
FED – Federal Reserve  
FEES – Economic and Social Stabilization Fund  
FFIE – Fundo de Investimentos e Estabilização  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
FSB – Fundo Soberano Brasileiro  
GPFG – Government Pension Fund- Global  
GPFN – Government Pension Fund- Norway  
KIA – Kuwait Investment Authority.  
KNB – Khazanah Nasional BHD  
KNF – Kazakhstan National Fund  
IWG – International Working Group  
NBIM – Norges Bank Investent Management  
NGPF – Norway Pension Fund  
NWF – National Wealth Fund  
OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico  
OSF – Oil Stabilization Fund  
PEFI – Private Equity Fund Investment  
QIA – Qatar Investment Authority  
RERF – Revenue Equalisation Reserve Fund

RF – Reserve Fund

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SGSF – State General Stabilisation Fund

SOFAZ – State Oil Fund

SWF – Sovereign Wealth Fund

TCU – Tribunal de Contas da União

UE- União Européia



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>5</b>
<b>1 – AS RESERVAS INTERNACIONAIS</b> .....	<b>9</b>
<b>1.1- O QUE SÃO RESERVAS INTERNACIONAIS E COMO ESTAS SÃO FORMADAS</b> .....	<b>9</b>
1.1.1- AS RESERVAS .....	9
1.1.2- MOTIVOS PARA ACUMULAÇÃO.....	10
<b>1.2 – O CONTEXTO QUE PROPORCIONOU O SEU ACÚMULO</b> .....	<b>12</b>
<b>1.3 – RELAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS COM AS RESERVAS</b> .....	<b>16</b>
<b>2 – O QUE SÃO FUNDOS SOBERANOS</b> .....	<b>18</b>
<b>2.1 – HISTÓRICO</b> .....	<b>18</b>
<b>3.2 – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS</b> .....	<b>21</b>
<b>2.3 – FUNDOS SOBERANOS E AS COMMODITIES</b> .....	<b>23</b>
<b>2.4 – FUNDOS SOBERANOS COMO INSTRUMENTOS DE PRESSÕES POLÍTICAS</b> .....	<b>26</b>
<b>2.5 – AS REGRAS PARA OS FUNDOS SOBERANOS (PRINCÍPIOS DE SANTIAGO)</b> .....	<b>27</b>
<b>3 – OS PRINCIPAIS FUNDOS SOBERANOS DO MUNDO</b> .....	<b>29</b>
<b>3.1 – EMIRADOS ÁRABES UNIDOS</b> .....	<b>29</b>
3.1.1- O FUNDO SOBERANO DE ABU DHABI (ABU DHABI INVESTMET AUTHORITY- ADIA) .....	29
3.1.2- ESTRUTURA DO ADIA.....	30
<b>3.2 – NORUEGA</b> .....	<b>31</b>
3.2.1- O FUNDO SOBERANO NORUEGUÊS (GOVERNMENT PENSION FUND- GLOBAL) .....	31
3.2.2- ESTRUTURA DO GPFG .....	33
<b>3.3 – RÚSSIA</b> .....	<b>34</b>
3.3.1- OS FUNDOS SOBERANOS RUSSOS (RESERVE FUND- RF E O NATIONAL WEALTH FUND- NWF).....	35
3.3.2- ESTRUTURA DO RF E DO NWF .....	38
<b>3.4 – CHINA</b> .....	<b>41</b>
3.4.1- O FUNDO SOBERANO CHINÊS (CHINA INVESTMENT CORPORATION- CIC) .....	41
3.4.2- ESTRUTURA DO CIC.....	42
<b>3.5 – CINGAPURA</b> .....	<b>43</b>
3.5.1- O FUNDO SOBERANO DE CINGAPURA (TEMASEK HOLDINGS) .....	43
3.5.2- ESTRUTURA DO TEMASEK.....	44
<b>4 – O FUNDO SOBERANO DO BRASIL</b> .....	<b>45</b>
<b>4.1 – CONTEXTO POLÍTICO</b> .....	<b>45</b>
<b>4.2 – ESTRUTURA DO FUNDO</b> .....	<b>46</b>
<b>4.3 – RECURSOS DO FUNDO</b> .....	<b>48</b>
<b>4.4 – AS PRINCIPAIS CRÍTICAS A CRIAÇÃO DO FUNDO SOBERANO</b> .....	<b>49</b>
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>52</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>54</b>
<b>ANEXO 1 – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS</b> .....	<b>57</b>
<b>ANEXO 2 – PRINCÍPIOS DE SANTIAGO</b> .....	<b>62</b>
<b>ANEXO 3 – OS PRINCIPAIS FUNDOS SOBERANOS</b> .....	<b>65</b>

## INTRODUÇÃO

### CONTEXTUALIZAÇÃO E JUSTIFICATIVA

A crise dos *subprime* que afetou toda a economia global no ano de 2008 proporcionou maior visibilidade para os fundos soberanos, isto porque estes desempenharam um importante papel como injetores de capital no socorro dos bancos que sofreram pesadas perdas com a crise. Os fundos também chamaram a atenção devido a sua política de alocação de recursos no mercado financeiro, setor mais impactado pela crise, em um momento onde buscava-se uma maior liquidez.

Os fundos soberanos, além de terem dado liquidez ao mercado financeiro no período de crise, também apresentaram a capacidade de influenciar os preços nos mercados de ativos e nos mercados cambiais.

Embora os fundos soberanos tenham se tornado o centro das atenções dos países centrais, seu surgimento não é recente: o primeiro fundo soberano surgiu nos anos 50 e vários foram sendo criados ao longo dos anos, ocorrendo um *boom* na última década.

Em sua grande maioria os fundos soberanos são constituídos por países emergentes, detentores de superávits da balança de pagamentos advindos da exportação de *commodities* e de manufaturados, assim como pela prática de políticas cambiais agressivas.

Os recursos dos fundos soberanos são de origem estatal, servindo como instrumentos de investimento governamental, cujo objetivo é alcançar metas macroeconômicas que visam o interesse dos gestores do fundo. Isto demonstra uma maior participação do Estado como grupo investidor, indo na contramão de décadas de discursos liberalistas.

Os fundos soberanos preocupam os países industrializados em virtude de sua natureza híbrida, isto porque estes podem passar de investidores passivos a tomadores de decisões. Caso

os fundos sejam usados pelos governos como instrumentos políticos e estratégicos, poderão causar impactos de grande magnitude na estabilidade financeira e na segurança nacional dos países industrializados. Outro ponto apresentado pelos críticos dos fundos soberanos diz respeito à falta de transparência dos mesmos.

Apesar da preocupação que os fundos suscitam, estes contribuem para o desenvolvimento econômico de seus países, servem como protetores de suas economias das variações de preços do mercado de *commodities* e incrementam as capacidades administrativa, financeira e fiscal, melhorando o perfil das carteiras de risco controladas pelo governo. Os benefícios dos fundos não se restringem aos países detentores dos fundos; nos países receptores, os fundos podem gerar benefícios associados ao investimento estrangeiro, tais como criação e aumento do número de empregos e estímulo aos negócios. (LIMA. I. M, 2009)

## **OBJETIVOS**

Como objetivo geral, pretende-se explicar os motivos que impulsionaram a criação dos fundos soberanos, assim como a intensificação de seu número nos últimos anos principalmente por países de economia emergente. Para o completo entendimento dos fundos, será preciso entender o contexto internacional que levou à sua formação, como funcionam e de que forma fornecem liquidez para o mercado financeiro internacional. Também é necessário entender as novas regras para os fundos delimitadas pelos “Princípios de Santiago”, que tem por objetivo promover maior transparência para os fundos.

Especificamente, o objetivo será explicar os motivos que levaram o Brasil a criar um Fundo de Investimento Soberano e como este se assemelha e se diferencia dos demais fundos espalhados pelo globo.

## **METODOLOGIA**

A pesquisa está baseada na busca de dados específicos dos fundos soberanos, sendo o material proveniente de sites de internet especializados no assunto, tais como o *Sovereign Wealth Fund Institute*, além de sites do governo do Brasil para os dados referentes ao fundo soberano brasileiro. Também foram usados artigos científicos referentes ao tema. É importante frisar a dificuldade de obtenção de dados dos fundos, uma vez que ainda não há uma completa transparência das informações.

Para os dados da formação das reservas internacionais foram usados relatórios de conjuntura econômica e dados macroeconômicos, tais como balanço de pagamentos, comércio internacional, crescimento econômico, reservas cambiais, níveis das reservas internacionais e preço das *commodities* no mercado internacional, entre outros.

Visto que os objetivos deste trabalho são a apresentação dos Fundos Soberanos e o entendimento do caso brasileiro, serão apresentados os cinco maiores fundos do planeta. A escolha dos fundos dos Emirados Árabes Unidos, da Noruega, da Rússia, da China e de Cingapura forneceu material para maior compreensão da magnitude e estrutura desses instrumentos financeiros, além de proporcionar *benchmark* de comparação desses fundos com o Fundo Soberano do Brasil.

## **ORGANIZAÇÃO**

O trabalho está dividido em quatro capítulos além de uma introdução e uma conclusão. No primeiro capítulo, apresenta-se o processo de formação das reservas internacionais, mostrando como a conjuntura econômica internacional proporcionou o acúmulo das reservas internacionais, fator de suma importância para a criação dos Fundos Soberanos. Adicionalmente, é apresentada uma definição formal acerca das reservas, como estas são formadas e como seu acúmulo proporcionou a proliferação dos fundos soberanos.

No segundo capítulo temos uma conceituação dos fundos, apresentando sua classificação, e como estes geram liquidez para o mercado financeiro global. Também é apresentada uma análise acerca da utilização dos fundos como instrumento de pressões políticas dos países detentores em direção às economias centrais, bem como as recentes regras que os fundos devem seguir.

No terceiro capítulo serão apresentados alguns dos principais fundos soberanos, com suas características, tais como seu histórico, procedência do capital de formação, ativos em suas carteiras de investimentos, estratégias adotadas, entre outras informações.

No quarto capítulo será abordado o contexto político e a conjuntura que proporcionaram a formação do fundo no Brasil, com a abordagem da estrutura, assim como as origens dos recursos responsáveis pela formação do fundo. Por fim, serão expostas as principais críticas referentes a criação do Fundo Soberano Brasileiro.

Por fim será feita uma breve conclusão onde serão expostos os principais pontos discutidos ao longo da monografia.

## **1 – AS RESERVAS INTERNACIONAIS**

### **1.1- O QUE SÃO RESERVAS INTERNACIONAIS E COMO ESTAS SÃO FORMADAS**

#### **1.1.1- AS RESERVAS**

As reservas internacionais são ativos externos, que apresentam bastante liquidez e são administrados pelo órgão responsável pela política monetária (Bancos Centrais). As reservas internacionais são aceitas e reconhecidas internacionalmente e tem por finalidade o financiamento dos desequilíbrios externos e pagamento de obrigações financeiras.

As reservas internacionais segundo Heller (1966) apresentam duas características dos meios de pagamentos que são: (1) ser aceita em qualquer situação, como unidades internacionais econômicas, para o pagamento de obrigações financeiras (2) seu valor em unidades estrangeiras deve ser reconhecido internacionalmente. Para este autor estariam incluídas na definição de reservas: as moedas estrangeiras internacionalmente aceitáveis e conversíveis e as reservas oficiais em ouro.

Segundo a conceituação do Banco Central do Brasil, as reservas internacionais são:

“Reservas internacionais brutas compreendem ativos externos prontamente disponíveis, sob controle do Banco Central, cuja principal função é o financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos ou a regulação da magnitude desses desequilíbrios, pelo ajuste do nível da taxa de câmbio mediante intervenção no mercado de câmbio.” (BANCO CENTRAL, 2010)<sup>1</sup>

No caso brasileiro as reservas oficiais compreendem os seguintes ativos: ouro monetário, Direitos Especiais de Saque (DES) e ativos em moeda estrangeira, representados por depósitos (*overnight*, acordo de recompra no FED, prazo fixo), títulos, títulos de exportação (até outubro de 2000), créditos cedidos a outros países (até fevereiro de 2001) e créditos cursados em acordo de convênio. Também faz parte dos ativos das reservas oficiais do Brasil a posição de reserva no FMI. (BANCO CENTRAL, 2010)

---

<sup>1</sup> Para maiores informações consultar ([http://www.bcb.gov.br/sddsp/reservasint\\_p.htm](http://www.bcb.gov.br/sddsp/reservasint_p.htm))

As reservas tradicionalmente são aplicadas em títulos de baixo risco de crédito e de alta liquidez nos mercados internacionais. No Brasil as reservas são mantidas principalmente com os títulos de dívida pública dos países desenvolvidos, especialmente aqueles emitidos pelo Tesouro Americano. Porém a baixa rentabilidade desses títulos e a tendência de desvalorização do dólar frente a demais moedas têm desencadeando iniciativas de diversificação do portfólio de investimentos das reservas, com a intenção de aumentar a sua rentabilidade.

### **1.1.2- MOTIVOS PARA ACUMULAÇÃO**

Os países em geral mantêm reservas internacionais por diversos motivos, mas principalmente para servir como uma espécie de seguro contra crises internacionais inesperadas e custosas. Assim como os países tem como função fornecer o bem estar da sociedade como um todo, existe a exigência de preservação do equilíbrio econômico, por isso quando há ocorrência de eventuais desequilíbrios, os países devem estar preparados. Podemos ainda listar alguns dos motivos que levam a manutenção de reservas:

- (1) Garantia de maior capacidade de resistência a “crises de *default*”
- (2) Atenuar os efeitos adversos de uma parada súbita no fluxo de capitais externos para o país
- (3) Redução do grau de volatilidade da taxa de câmbio
- (4) Redução do custo de captação de empréstimos externos e de atrair novos investimentos

O acúmulo de reservas pode prevenir as crises de *default*, uma vez que um maior volume das reservas proporciona uma menor probabilidade do país incorrer em perda de produto associada a um colapso cambial.

Outra explicação para o acúmulo de reservas internacionais é apontada por Keynes (1992) em decorrência de sua teoria da preferência pela liquidez dos ativos pelos agentes

econômicos: quando há ocorrência de incertezas quanto a conjuntura econômica futura, esses agentes optam pela manutenção de sua riqueza na forma de moeda. Assim como os agentes econômicos se preocupam com relação as incertezas macroeconômicas, os governos também possuem preferência pela liquidez, que é explicada pelo acúmulo de reservas internacionais. Keynes ainda afirma que a preferência pela liquidez é determinada por três motivos: o transacional, o especulativo e precaucional.

O motivo transacional está relacionado ao fato de que os agentes preferem a liquidez para que as transações básicas sejam mantidas. Para as autoridades monetárias o acúmulo de ativos tem por objetivo o financiamento de transações, tais como a cobertura da conta corrente ou da conta de capital. (LIMA. I. M, 2009)

O motivo especulativo está relacionado ao efeito das expectativas de que ocorram mudanças nas taxas de juros sobre a demanda por ativos líquidos. Segundo Keynes, quando ocorre um aumento das taxas de juros, ocorre uma redução nos investimentos do mercado financeiro, uma vez que ocorre a preferência pela liquidez na forma de moeda. No caso das autoridades monetárias esse motivo não importa uma vez que elas não se envolvem em atividades especulativas. (KEYNES, 1992)

Por fim, temos o motivo precaucional, que apresenta forte influência sobre as autoridades monetárias na decisão de determinação do estoque de reserva internacionais. As autoridades monetárias preferem a liquidez com o objetivo de se prevenirem contra momentos de crise sociais e econômicos inesperadas. Como não há uma certeza em relação ao equilíbrio das contas nacionais, assim com relação aos desequilíbrios, os países teriam a capacidade de ajustes instantâneos frente aos desequilíbrios nas contas internacionais, havendo a necessidade de acúmulo de reservas internacionais. (LIMA. I. M, 2009)



## 1.2 – O CONTEXTO QUE PROPORCIONOU O SEU ACÚMULO

Na década de 1980, após a crise da dívida externa ocorrida nos países em desenvolvimento, foi iniciado um processo de mobilização cujo objetivo era a reestruturação econômica- - financeira desses países. Vinculada a esse processo houve a criação de mecanismos de regulação do capital financeiro assim como a liberalização financeira. Essa reestruturação foi responsável pela criação de condições macroeconômicas que foram responsáveis pela restauração da mobilidade de capitais.

Junto com essa reestruturação houve um aumento da globalização, que proporcionou o aumento do fluxo de comércio internacional, assim como o crescimento e desenvolvimento do mercado financeiro internacional.

Apesar do processo de reestruturação, a década de 1990 apresentou diversas crises nos países em desenvolvimento<sup>2</sup>. Neste período turbulento esses países sofreram pesados ataques especulativos em suas economias, necessitando recorrer a ajuda financeira através de pedidos de empréstimos ao FMI e ao Banco mundial, que cobrava como exigência para os empréstimos um controle na política fiscal e de demanda interna.

Além da exigência do controle da política fiscal e da demanda interna, os programas de ajuste do FMI, provocavam desemprego e queda acentuada do PIB, assim como exigiam o princípio explícito de superávits fiscais nos países que pediam seu socorro. Com medo de novas crises, em contrapartida à abertura da conta financeira e de capital, os países passaram a acumular reservas internacionais em níveis considerados mais do que suficientes com o intuito de prevenir um eventual desequilíbrio econômico e financeiro.

A acumulação de reservas pode ser apontada como resultado de superávits persistentes e sustentados com o EUA e outros países do ocidente. Isto porque no período pós-crise da década

---

<sup>2</sup> Crise do México em 1994, crise dos “tigres asiáticos” no ano de 1997, crise da Rússia em 1998 e crise no Brasil em 1999.

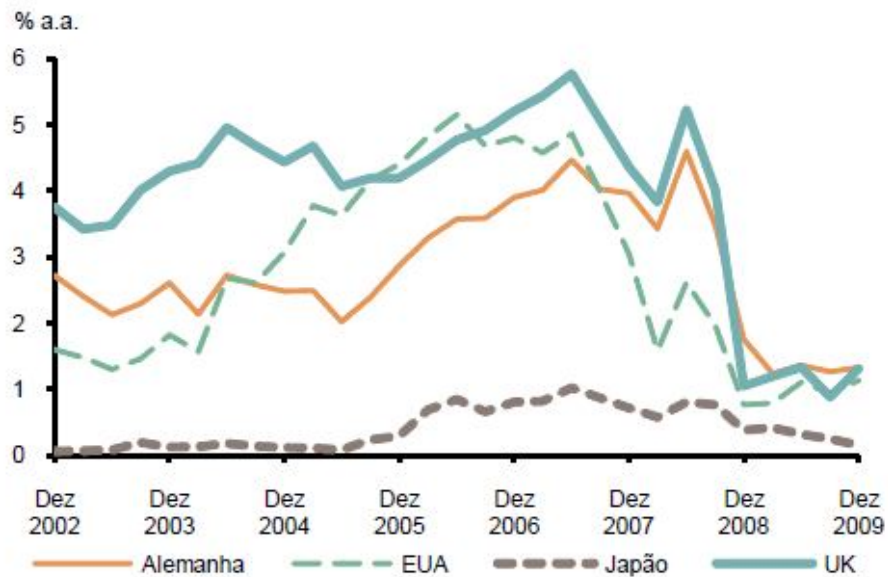
de 1990, muitos países passaram a adotar a política de acumular largas quantidades de reservas a fim de terem uma garantia adequada contra qualquer flutuação cambial e insegurança macroeconômica. Muitos países obtiveram crescimento através da exportação tendo como foco o mercado dos EUA, através de forte intervenção no mercado (China) a fim de manter seu câmbio desvalorizado e estável.

A reportagem do New York Times (2007) mostra a relação entre o acúmulo de reservas internacionais, o aumento dos déficits do EUA e os fundos soberanos. Segundo o New York Times os fundos são produtos de décadas de desequilíbrios da balança comercial americana, onde a importação excedeu a exportação. Ao longo dos anos as preocupações relativas aos trilhões de dólares que os Estados Unidos deviam foram ignoradas, pensava-se que esses débitos não davam poder de alavancagem aos governos estrangeiros. Mas devido à instabilidade financeira mundial, o governo começou a se preocupar com o fato de que os governos estrangeiros estão cada vez mais trocando suas ações por fundos de investimentos, com o objetivo de adquirir companhias, imóveis, bancos e outros empreendimentos nos Estados Unidos e em outros lugares do mundo.

Por fim, desde o ano de 2002 o mundo experimenta um ciclo de desenvolvimento acelerado que foi puxado pelo crescimento da economia Chinesa e dos países Asiáticos assim como o aumento dos “déficits gêmeos” experimentados pelos EUA. Esse ciclo criou um aumento dos preços do minério de ferro, petróleo, dos alimentos e das *commodities* em geral. Os países exportadores desses produtos primários registraram enormes superávits comerciais e acumularam consideráveis somas de reservas cambiais, que foram canalizadas para os fundos soberanos.

Outro motivo que explica o acúmulo de reservas, esta vinculado a elevada liquidez internacional, facilitada pela baixas taxas de juros dos bancos centrais dos países desenvolvidos que pode ser observada no gráfico nº1, que apresenta as principais taxas de juros dos bancos centrais dos países desenvolvidos. A baixa nas taxas de juros proporcionou a especulação financeira tanto na Bolsa de valores como nas de Mercadorias e de Futuros, contribuindo ainda mais para a alta das *commodities* e para a valorização das moedas de seus exportadores. (CAGNIN R, F. *et all*, 2008)

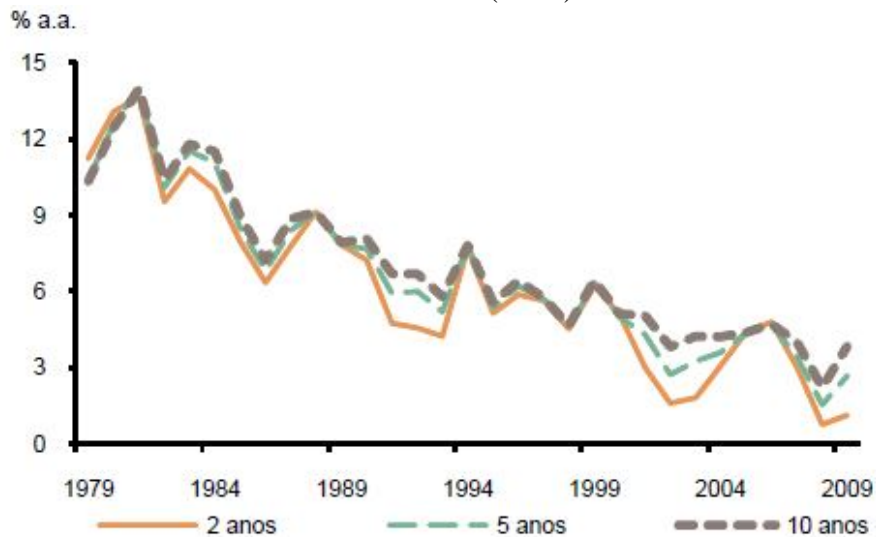
**Gráfico 1 – Yields soberanos de 2 anos**



Fonte: Elaborado pelo Banco Central com dados anuais da Bloomberg (2010)

Já no gráfico nº 2 é possível observar a tendência da redução da taxa de juros Americana, que ainda sofre efeitos da crise dos *subprimes*, com as taxas atingindo os níveis mais baixos em 30 anos (BANCO CENTRAL, 2010)

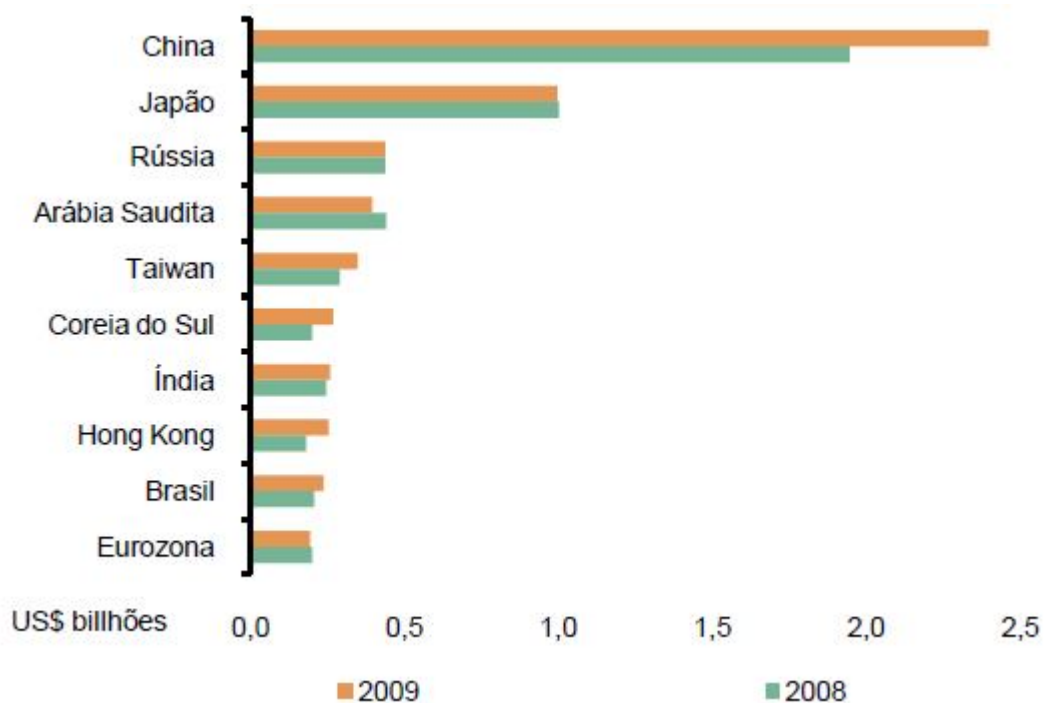
**Gráfico 2 – Histórico de Yields de treasuries (EUA)**



Fonte: Elaborado pelo Banco Central com dados anuais da Bloomberg (2010)

No gráfico n° 3 pode-se perceber a tendência mundial de acúmulo de reservas internacionais. Este gráfico apresenta as economias que obtiveram maior volume de reservas nos anos de 2008 e 2009.

**Gráfico 3** – Economias com maior volume de reservas internacionais



Fonte: Elaborado pelo Banco Central com dados anuais da Bloomberg (2010)

Ao analisar o gráfico é possível observar o crescimento chinês e das economias asiáticas, os principais detentores de reservas internacionais. Outro fato que se pode observar é a presença dos países emergentes no *ranking* de maiores detentores de reservas internacionais.

### 1.3 – RELAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS COM AS RESERVAS

O acúmulo de moedas estrangeiras em uma economia podem tanto gerar efeitos positivos como negativos. Os efeitos positivos dos fluxos de moedas estrangeiras na economia são a redução de restrições externas da economia dos países em desenvolvimento, isto porque um aumento da capacidade de importação proporciona a possibilidade de incorporação tecnológica e com isso um ganho de produtividade. Outro ponto positivo do fluxo de divisas é a redução da vulnerabilidade externa.

O lado negativo do acúmulo de reservas consiste na excessiva pressão para a valorização da taxa de câmbio em detrimento do aumento da entrada de recursos na economia em determinado período. Com uma apreciação da taxa de câmbio o setor exportador é afetado, uma vez que este perde competitividade no mercado internacional; outro efeito negativo é o processo de substituição de bens produzidos internamente por produtos importados similares, podendo gerar uma desintegração de cadeias e simplificação da estrutura produtiva da economia.

Outro impacto que surge em virtude da formação das reservas em divisas é o desafio para as autoridades monetárias referentes aos impactos sobre a regulação da liquidez doméstica e o seu custo de financiamento. Isto porque as compras das divisas são feitas mediante o aumento da liquidez de moeda doméstica na economia, sendo com isso necessário a esterilização, seja esta total ou parcial, através da emissão de títulos públicos para promover a política de esterilização. Essa intervenção representa “um custo fiscal que será tão 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.” (CAGNIN R, F. *et all*, 2008, *pág.* 5) Com isso é necessário que seja definido um arranjo de políticas que permitam que ocorra uma gestão macroeconômica temporalmente consistente desses fluxos, cujo objetivo seja minimizar esses desafios.

Neste contexto que surge a relação das reservas com os fundos soberanos, o “excedente” do acúmulo de reservas internacionais, ao mesmo tempo que cria oportunidades, uma vez que os administradores das reservas passam a maximizar seus retornos, por meio da aplicação desses

recursos em novos instrumentos de investimento, também apresenta efeitos negativos; a partir do momento em que o nível de reservas deixa de atingir o nível ótimo, esse acúmulo pode gerar tanto custos (como os custos de carregamento<sup>3</sup>) como efeitos negativos para a economia local, sendo necessário a adoção de medidas reparadoras. A criação dos fundos soberanos pode ser apontada como uma medida tanto de criação do custo de oportunidade como uma “redução” do excedente das reservas legais dos países, uma vez que o excesso é canalizado para a criação e manutenção dos fundos. Os fundos soberanos, além de “enxugar” o excesso de reservas também eliminam os custos de carregamento das mesmas.

---

<sup>3</sup> custo de carregamento do reservas conforme calculado pelo banco Central é diferença entre a taxa de rentabilidade das reservas e a taxa média de captação apurada pelo Banco, embora a taxa de captação seja considerada pequena (cerca de 2% .t. ou 8% a.a.), no ano de 2007, um ano antes da criação do fundo o país gastou com custo de reservas R\$ 43 bilhões.

## 2 – O QUE SÃO FUNDOS SOBERANOS

Os fundos soberanos também conhecidos como *Sovereign wealth funds* (SWF)<sup>4</sup> foram criados pela administração pública, por razões macroeconômicas e exercem investimentos com fins específicos. Os administradores dos fundos adotam diversas estratégias de investimento que visam atingir objetivos financeiros.

Os SWF foram criados com o objetivo de buscar mundialmente uma melhor rentabilidade para seus ativos do que as oferecidas pelas reservas oficiais dos respectivos países, que em sua grande maioria, possuem aplicações em títulos públicos americanos de menor rentabilidade. Embora estes possuam suas carteiras em renda variável e com maior risco (participações societárias, por exemplo) muitas vezes esses fundos são administrados pelo próprio banco central do país.

As receitas dos SWF podem ser advindas dos superávits de balança de pagamentos, operações oficiais com divisas, superávits fiscais, receitas resultantes das exportações de *commodities* e, em alguns casos, até de receitas de privatizações. Em sua grande maioria, os fundos soberanos são provenientes da exploração de petróleo e gás.

### 2.1 – HISTÓRICO

O primeiro Fundo soberano que se tem conhecimento foi criado no ano de 1953 pelo Kuwait e denominou-se “*Kuwait Investment Board*”, passando mais adiante a utilizar o nome “*Kuwait Investment Authority*” (KIA). Seu capital era proveniente da exportação de petróleo praticada por esse país e ficou estipulado que o fundo receberia 10% das receitas do país com a exportação dessa *commodity*. Na mesma década, no ano de 1956, surgiu um segundo fundo soberano que tinha as receitas advindas dos *royalties* da exploração de fosfato, sendo que a

---

<sup>4</sup> Embora os fundos soberanos tenham sido criados na década de 1950, o termo *Sovereign Wealth Funds* (SWF) foram criados apenas em 2005, quando o volume global das reservas internacionais havia dobrado em relação a 2001, para US\$ 4,2 trilhões. Esses recursos haviam superado as necessidades dos países de ativos líquidos a fim de enfrentar possíveis turbulências externas; levando os governos a buscarem canais mais lucrativos de investimentos.” (CAGNIN R, F. *et all*, 2008 )

administração desse fundo estava a cargo dos britânicos das ilhas Gilbert; tal fundo ficou conhecido como *Revenue Equalisation Reserve Fund* (RERF). Por último, no ano de 1958 os Estados Unidos criaram o seu primeiro fundo Soberano, o *New Mexico State Investment Council* (este fundo pertence ao estado americano do Novo México).

Na década de 1970 devido aos choques do petróleo que provocaram o aumento do preço dessa *commodity*, ocorreu um acumulo de receitas que permitiu a criação de uma segunda geração de fundos de riqueza soberanos. Neste período foi criado o fundo soberano dos Emirados Árabes - o “Abu Dhabi Investment Authority” (ADIA), que conforme estatística é o maior Fundo Soberano (SWF INSTITUTE, 2010). Nos Estados Unidos, surgiu no Estado do Alaska o “Alaska Permanent reserve fund” (APRF) e no Canadá temos o “Alberta Heritage Fund” (AHF). No mesmo período, no ano de 1974, surgiu o primeiro fundo cujas receitas não eram vinculadas a exploração de *commodities*, criado pelo governo de Singapura com receitas dos recursos da exploração de manufaturados, o “Temasek Holding”.

Nos anos 80 mais novos fundos foram criados. O primeiro fundo soberano criado na década de 80 foi o “State General Stabilisation Fund” (SGSF), que tinha como administrador o governo de Omã, o fundo soberano de Brunei (“Brunei investment Agency”, BIA) foi criado em 1983. Os outros fundos criados nesse período foram: o “Government of Singapore Investment Corporation”, fundado em 1981, sendo o segundo fundo administrado pelo governo de Singapura, o “Economic and Social Stabilization Fund” (FEES) em poder do governo do Chile e o “International Petroleum Investment Company” de Abu Dhabi.

Na década de 1990 temos o surgimento de outra geração de fundos, favorecidos pelo início do processo de financeirização da Economia neste período; 11 novos fundos de riqueza soberana foram criados, dentre eles:

- “Khazanah Nasional BHD” (KNB) - Malásia
- “Pula Fund” - Botsuana
- “Foreign Exchange Reserve Fund” - Irã
- “Qatar Investment Authority” - Qatar

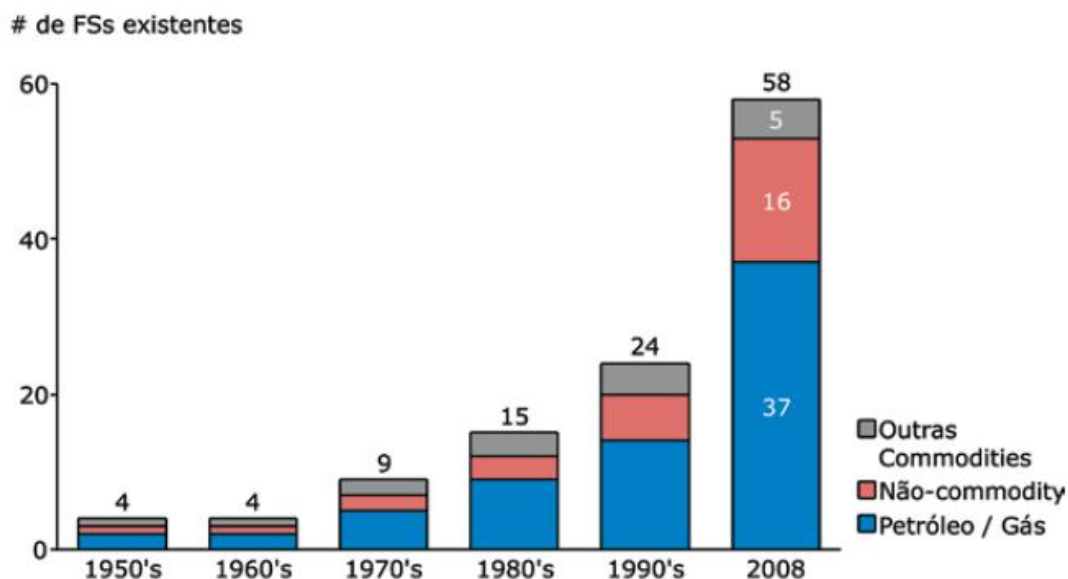


- “State Oil Fund”- Arzebaijão
- “Kazakhstan National Fund” (KNF) - Casaquistão
- “Taiwan National Stabilisation Fund” – Taiwan

Embora as décadas anteriores tenham apresentado um constante crescimento no número de fundos soberanos, foi a partir do ano de 2000 que estes tiveram um *boom*; as razões que justificaram o grande número de novos fundos foram o aumento da financeirização da Economia mundial, o constante aumento dos preços das *commodities* e o crescente aumento dos superávits do balanço de pagamento de diversos países do globo. Até o ano de 2008 haviam surgido 34 novos fundos soberanos.

A seguir no gráfico n° 4, é possível observar como foi a evolução da criação dos Fundos soberanos ao longo das décadas, assim como é possível observar a concentração que ocorreu principalmente nessa ultima década.

**Gráfico 4** – Evolução dos Fundos Soberanos



Fonte: Bain & Company (2009)

Conforme estimativas divulgadas pelo SWF Institute, no ano de 2008 os SWF atingiram a marca de US\$ 3,9 trilhões de ativos sobre seu controle. Essa soma de ativos é maior que a soma dos ativos dos fundos de *private equity* e *hedge funds* (estes chegaram a marca de US\$ 0,8 e US\$ 1,9 trilhões respectivamente no ano de 2007); este valor também está bem próximo do total de reservas externas internacionais (avaliadas em aproximadamente US\$ 5 trilhões). A soma de ativos dos SWF só é pequena se comparada com o total de ativos dos fundos de pensão, que em 2008 apresentavam a soma de aproximadamente US\$28 trilhões. (SWF INSTITUTE, 2008).

### 3.2 – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS

Uma vez que cada fundo possui uma estratégia que norteia a sua administração, os Fundos Soberanos podem ser classificados em 5 categorias, conforme a estratégia que adotam. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2007), tem a seguinte taxonomia:

- a) **Fundos de estabilização:** estes fundos têm por objetivo garantir a proteção do orçamento fiscal e a economia doméstica das oscilações dos preços dos produtos primários no mercado internacional. Os principais detentores desse tipo de fundos são países abundantes em recursos naturais. Esse tipo de fundo é comumente utilizado como instrumento de políticas fiscais anticíclicas, sendo seus principais representantes abastecidos por recursos derivados da exploração do petróleo.
  
- b) **Fundo de poupança ou de acumulação:** esse tipo de fundo é adotado por países que possuem suas economias baseadas em recursos naturais não renováveis, com o papel de acumular e rentabilizar ativos visando à preservação da riqueza nacional oriunda dessa exploração para o uso das gerações seguintes, através da conversão de recursos não renováveis e finitos (ex: petróleo) em uma carteira de ativos mais variados. Esse tipo de fundo, além de promover a distribuição entre gerações dos benefícios da exploração de recursos não renováveis, estimula a esterilização de parte das receitas correntes, com o objetivo de obter um melhor retorno intertemporal dos gastos do governo ao limitar os

investimentos públicos presentes a projetos que tenham retorno adequado. (Ex: Noruega, Rússia<sup>5</sup>, Azerbaijão e Alasca)

- c) **Fundos de investimento:** esses fundos têm como principal estratégia a redução dos custos de carregamento negativo das reservas, adotando políticas de investimento com elevados retornos e riscos.
- d) **Fundos de desenvolvimento<sup>6</sup>:** seus recursos estão alocados no financiamento de projetos socioeconômicos prioritários – em infra-estrutura ou em políticas de desenvolvimento industrial (caso do SOFAZ, fundo Soberano do Azerbaijão, que promove investimentos em infra- estrutura)
- e) **Fundos de reserva para aposentadoria:** seus recursos são constituídos pelo custeio futuro de passivos fiscais de longo prazo associados aos sistemas de pensões oficiais e aposentadorias.

Os SWF de acumulação, cujas receitas são de origem petrolífera, apresentam dois objetivos: (1) guardar recursos para as gerações futuras depois que as reservas se tornarem finitas; (2) proteger a geração atual dos efeitos imediatos dos recursos resultantes do petróleo, com conseqüências negativas na economia doméstica (doença holandesa e pressões inflacionárias).

É importante destacar que, embora um Fundo soberano adote na prática uma estratégia, esta pode mudar ao longo do tempo, assim como um fundo também pode adotar mais de uma estratégia a ser perseguida.

No anexo 1 desta monografia, temos uma tabela com a divisão conforme a Taxonomia adotada pelo FMI para classificação dos fundos (conforme o objetivo adotado pelo SWF).

---

<sup>5</sup> Importante destacar que a Rússia apresenta dois tipos de fundo, o RF que adota a estratégia de estabilização, e o NWF, com objetivos expressos de acumulação.

<sup>6</sup> O Fundo Soberano do Qatar (QIA) aplica recursos para o desenvolvimento do parque industrial do país (notas de rodapé)

Outra forma de classificação é a adotada pelo Tesouro Americano cujo critério de taxonomia é baseado na origem dos recursos dos fundos:

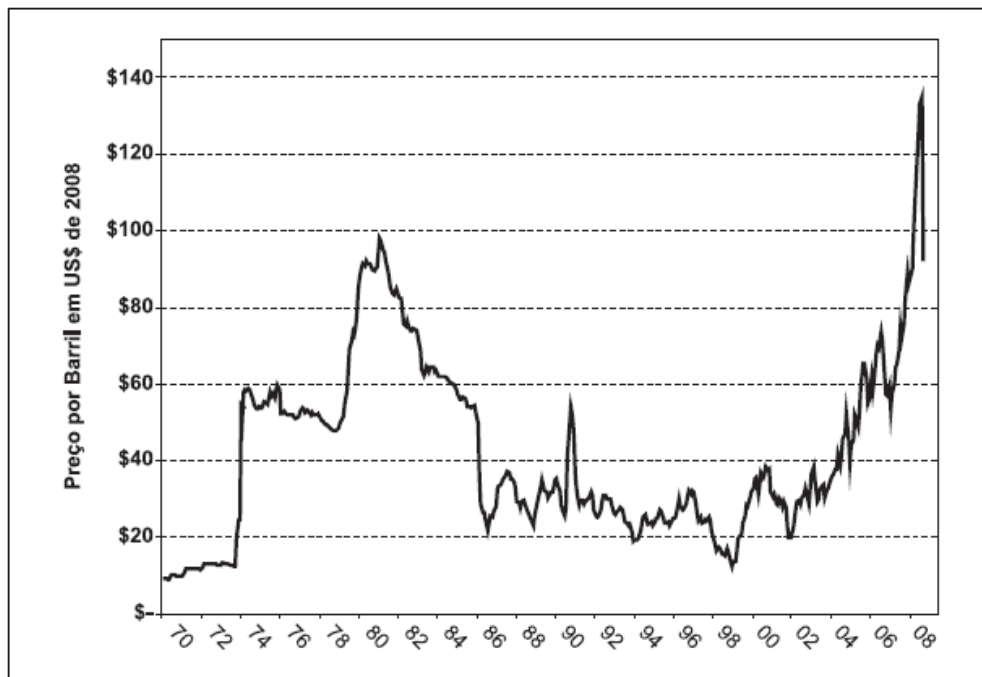
- a) Commodity: recursos fornecidos de impostos e receitas da exploração de *commodities* em geral, tais como os *oil funds* (receitas provenientes da exploração do petróleo)
- b) Não-Commodity: recursos da transferência das reservas oficiais que foram acumuladas pelos superávits do balanço de pagamentos (oriundos da exportação de produtos manufaturados).

### **2.3 – FUNDOS SOBERANOS E AS COMMODITIES**

Os fundos soberanos, em geral, apresentam as suas receitas provenientes da exploração de *commodities*; atualmente de um total de 58 SWF existentes, 37 deles estão vinculados a exploração de petróleo e gás natural, 5 a outras *commodities* e somente 16 destes não são relacionados a *commodities*. Isto pode ser explicado pelos choques favoráveis dos preços dos produtos primários no mercado mundial, ocorridos nas últimas décadas.

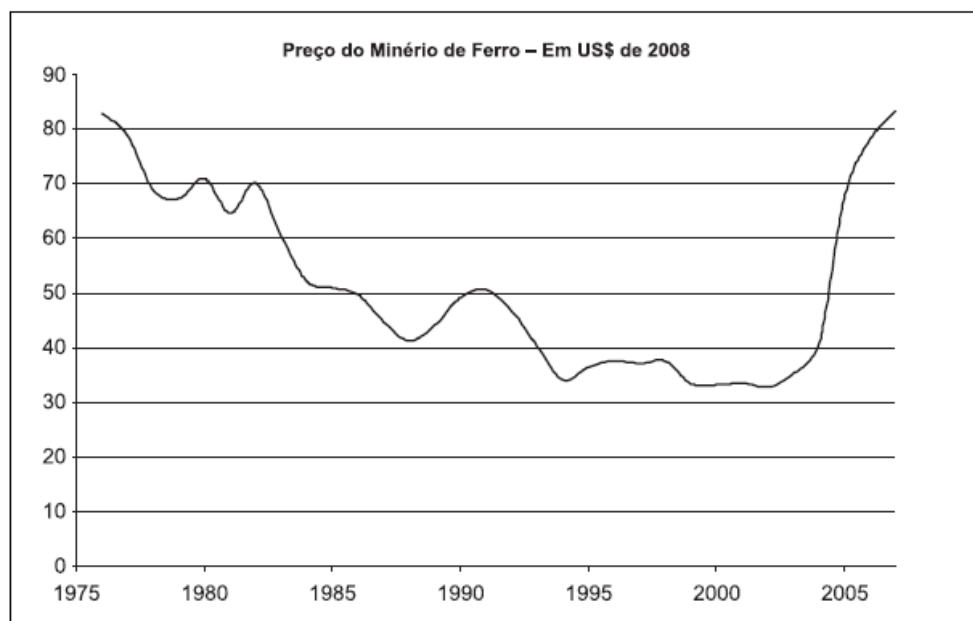
Os dois gráficos a seguir apresentam a escalada de preço das principais *commodities*. No gráfico n° 5 é apresentado a evolução dos preços do petróleo, que é um importante indicador do preço da energia, já o gráfico n° 6 apresenta as flutuações do preço do minério de ferro, que pode ser usado como uma *proxy* do nível de atividade econômica, uma vez que este é o principal insumo para a transformação do aço, que indica o nível de atividade econômica. (SIAS, R., 2008)

**Gráfico 5** – Preço do barril de petróleo entre os anos de 1970 – 2008



Fonte: BNDES (2008)

**Gráfico 6** – Cotação do minério de ferro entre os anos de 1974 – 2007



Fonte: BNDES (2008)

O motivo que impulsionou os países produtores de *commodities* a criarem os fundos soberanos tem a ver com o objetivo de proteger as economias locais do temor dos efeitos da maldição dos recursos naturais e da doença holandesa. Embora erroneamente a maldição dos recursos naturais e doença holandesa sejam comparados como sendo similares é necessário fazer a sua devida diferenciação. A maldição dos recursos naturais é um fenômeno onde a abundância de recursos naturais na economia poderia provocar um impedimento ao desenvolvimento do país; já a doença holandesa trata-se de uma manifestação desse fato.

A ligação entre ambos os fenômenos ocorre devido aos mecanismos de mercado afetados pela abundância dos recursos naturais e pelo *boom* nos mesmos. Gylfason (2001) destacou em seus estudos os impactos negativos provocados pelo *boom* de recursos naturais na economia de um país. Os impactos são: (1) surgimento da doença holandesa, que provoca apreciação cambial e efeitos negativos nas exportações, (2) abundância de recursos naturais reduz os incentivos para poupar e investir, (3) *crowding out* do capital social: esquecimento da importância de boa administração econômica pelo governo em virtude do excesso de recursos naturais; (4) redução dos incentivos para a acumulação do capital humano: rendas são provenientes de dividendos, gastos sociais e impostos baixos e não dos salários, e (5) comportamento de *rent seeking*: que provocam mercados imperfeitos/ ou inexistentes e estruturas legais frouxas dos produtores que geram um desvio ou má utilização dos recursos de atividades economicamente frutíferas.

A “doença holandesa” ficou conhecida pelo artigo da Revista *The Economist* (THE ECONOMIST, 1977) através da descrição do processo de declínio sofrido pelo setor industrial holandês após a descoberta de grande quantidade de gás natural no país em fins os anos 1950. Conforme a Holanda deu início a exploração de grande quantidade de gás natural, ocorreu uma maciça entrada de divisas que eram decorrentes das receitas de exploração do recurso natural. Esse excesso de divisas na economia provocou uma valorização do Florim (moeda local na época). Com a valorização do Florim ocorreu uma redução da rentabilidade da produção e exportação do setor industrial, isto porque a valorização cambial tornou o setor manufatureiro menos competitivo aos produtos externos, criando um processo de desindustrialização no país.

Conforme Souza (2009) a doença holandesa pode ser definida pelos seguintes efeitos de: (1) estagnação na produção industrial, (2) diminuição dos investimentos privados; (3) aumento do desemprego; (4) queda nos lucros como proporção da renda nacional; (5) apreciação da moeda; e (6) reversão do déficit médio em transações correntes.

Em suma esse processo ficou conhecido como “um fenômeno de perda de competitividade da indústria doméstica, e no extremo, desindustrialização, ou seja, redução da importância econômica de algum setor em decorrência da apreciação cambial advinda de um *boom* de recursos naturais” (SOUZA, 2009, pág. 17)

Em virtude do temor de ocorrência dos fenômenos da maldição dos recursos naturais e da doença holandesa os países exportadores de *commodities*, usaram como instrumento de proteção de suas economias a criação de fundos soberanos que retiram o excesso de divisas da economia e os remete aos fundos.

Vale destacar que apesar de concentrarem o maior volume de recursos, os fundos constituídos por rendas advindas da exploração de *commodities* são os que constituem os menores graus de transparência. Estes operam através de intermediários financeiros das principais praças financeiras, com destaque para a *City* de Londres, com isso o verdadeiro volume de recursos geridos por esses fundos bem como a composição de seus ativos são pouco conhecidos. (CAGNIN R.F, *et all*, 2008)

## **2.4 – FUNDOS SOBERANOS COMO INSTRUMENTOS DE PRESSÕES POLÍTICAS**

Os países desenvolvidos apresentam uma preocupação referente aos fundos soberanos pelo fato de que alguns fundos soberanos operam de forma opaca, não revelando os valores dos seus ativos, seus objetivos de investimentos, assim como a natureza dos seus sistemas de gestão de risco. Também é preocupante o fato de países detentores dos fundos soberanos poderem usá-los com fins de interesses estratégicos, em vez dos interesses comerciais normais, podendo

provocar distorções nos mercados e até suscitando problemas de segurança potenciais para os países destinatários das aplicações dos fundos. Os países desenvolvidos passaram a temer que os fundos fossem usados como meio para exercer pressões políticas em seus países.

Outra preocupação diz respeito a alguns fundos de investimento serem formados por nações cuja política adotada é instável; em alguns casos países detentores dos SWF apresentam regimes ditatoriais, o que provoca certa incerteza quanto ao real propósito por trás dos investimentos dos SWF.

O real motivo para tanta preocupação ocorre pelo fato de que os novos fundos soberanos, com recursos bastante significativos, pertencem a governos que incomodam a susceptibilidade dos políticos: temos os casos da China e da Rússia, países de democracias “mistas”, que apresentam grande projeção em política externa, porém, sem nenhum registro histórico como investidores.

## **2.5 – AS REGRAS PARA OS FUNDOS SOBERANOS (PRINCÍPIOS DE SANTIAGO)**

Uma das maiores críticas feitas pelos países desenvolvidos referentes aos fundos soberanos diz respeito a estes não apresentarem transparência ou divulgarem informações em relação aos seus objetivos de investimentos e atividades financeiras.

Com o objetivo de fornecer uma maior transparência, diversos países, incluindo um comitê de membros da UE, propuseram um código de conduta que seja uma solução eficaz e uma resposta as preocupações e aos eventuais riscos de que algumas operações transfronteiras exercidas pelos fundos afetem o funcionamento normal das economias de mercado.

Em resposta a necessidade de maior transparência de suas atividades, instituiu-se o “International Working Group of Sovereign wealth Funds” (IWF), formado por 26 países detentores de SWF, junto com o FMI e outros países nos quais os SWF operam. Após reuniões realizadas em três países, foram formulados “os princípios de Santiago”.



Os “Princípios de Santiago” surgiram com o intuito de ser um código de conduta voluntário para se evitar que certos fundos não sejam geridos de forma opaca ou com objetivos não- econômicos. O código reforça o desejo de fornecer maior transparência, responsabilidade e previsibilidade nos investimento para os fundos. Por isso, encontram-se presentes nele as exigências de divulgação de dados, tais como fonte de recurso, objetivos dos fundos, a estrutura administrativa dos SWF, publicações financeiras dos fundos, entre outros. No anexo 2 há uma tabela que apresentará os princípios que norteiam os fundos Soberanos.

Ao se analisar os 24 princípios delineados é possível observar a constante preocupação com a transparência das atividades dos fundos, principal ponto de crítica dos países desenvolvidos que recebem os fluxos financeiros.

### **3 – OS PRINCIPAIS FUNDOS SOBERANOS DO MUNDO**

#### **3.1 – EMIRADOS ÁRABES UNIDOS**

Os Emirados Árabes Unidos foram formados no ano de 1971. No ano de sua criação o PIB do país era de Dh 6.5 bilhões, trinta e sete anos depois, o PIB alcançou os Dh 753 bilhões correspondendo um aumento de 115 vezes o PIB inicial. (SWF INSTITUTE, 2010).

As receitas do petróleo foram fundamentais na transformação da economia do país. Entretanto, com o intuito de promover a segurança das gerações futuras o país promoveu a diversificação de sua economia. No ano de 2007 o setor não-petrolífero contou com 64.1% do PIB e o de hidrocarbonetos com 35.9%, isso em um ano onde os preços do petróleo cresceram 18.2%. A diversificação da economia foi muito importante para que a economia não ficasse a mercê das flutuações dos preços do petróleo. A composição econômica do país conta com: manufaturados (12%); atacado e varejo (10%); construção (8%), serviços públicos (7%). Além dos setores petroquímicos, os setores primários que mais atraíram investimentos na economia foram manufaturados, transporte e comunicações e imobiliário. (Embaixada do Emirados Árabes Unidos, 2010)

##### **3.1.1- O FUNDO SOBERANO DE ABU DHABI (ABU DHABI INVESTMET AUTHORITY- ADIA)**

Visto que o país tem por objetivo diversificar a sua economia foi fundado em 1976, o Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) que corresponde como principal fonte de financiamento da economia. O ADIA substituiu o Financial Investments Board criado em 1967, que fazia parte do Ministério das Finanças. O fundo é uma identidade jurídica independente, com plena capacidade de agir no cumprimento de suas atribuições legais e objetivos. Na composição de seu portfólio, 80% dos seus ativos são administrados por gestores externos, que inclui cerca de 60%, que é gerido de forma passiva através de monitoramento dos fundos indexados.

As receitas são provenientes dos superávits do petróleo, que em especial provém da Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) e suas subsidiárias, que pagam um dividendo para ajudar a financiar ADIA e o outro fundo do país o Abu Dhabi Investment Council (ADIC). Os pagamentos são feito periodicamente, e caso o Governo tenha um superávit entre suas necessidades orçamentais e outros compromissos de financiamento, 70% do excedente do orçamento é enviada para o ADIA, enquanto os outros 30% do excedente vai para o Abu Dhabi Investment Council (ADIC). (IWG, 2010)

O Abu Dhabi Investment Authority investe em uma variedade de classes de ativos e seu *benchmarks* podem variar do índice MSCI para o S & P 500 Index. Alguns de seus portfólios são compostos, por: (i) ações dos mercados de países desenvolvidos; (ii) ações dos mercados de países emergentes; (iii) *Hedge Funds*; (iv) Futuros; (v) Dívida soberana; (vi) Dívida Corporativa; (vii) *Real Estate* (fundos ou investimentos diretos); (viii) *Private Equity*; e (ix) Infra-estrutura.

O Abu Dhabi Authority desempenhou um papel estabilizador na crise financeira deflagrada pela desvalorização dos ativos associados às hipotecas de alto risco (*subprimes*) americanas no ultimo trimestre de 2007e primeiro semestre de 2008. Isso porque em novembro de 2007, esse fundo adquiriu participações de 4,9% no capital do Citigroup, aportando US\$ 7,5 bilhões.

### **3.1.2- ESTRUTURA DO ADIA**

A Câmara ADIA de Administração é o órgão supremo responsável pelo controle absoluto dos negócios do ADIA. Este é composto por um Diretor Presidente e membros do conselho, os quais são altos funcionários do governo, nomeados por despacho do Governador. As Principais decisões são tomadas por várias comissões.

### 3.2 – NORUEGA

A Noruega é uma economia mista, que apresenta como principal carro chefe da economia a exportação de petróleo no Mar do Norte. A exploração de petróleo se iniciou em 1971 e nessa década descobriu-se a existência de ricas reservas, o que proporcionou ao país uma considerável produção de petróleo e gás natural. A produção *offshore* no ano de 1973 era em torno de 32 mil barris por dia, no ano de 2001 atingiu seu ápice com aproximadamente 3,5 milhões de barris por dia e no ano de 2007, a produção sofreu um declínio atingindo 2,6 milhões de barris por dia. (BAON; TORDO; 2006; EAI 2008). Visto que a Noruega é um país pequeno cuja população em 2009 era composta de 4.801.100 habitantes (Embaixada da Noruega, 2010), com pequena demanda interna por petróleo, com apenas 21% do território composto por solo produtivo (3% de terreno cultivado e 18% de floresta produtiva) o país se transformou um dos principais produtores do mundo de petróleo. No ano de 2004 a produção do país correspondia a 20 % do PIB e a 45% do total de exportações (STATISTICS NORWAY, 2008)

A exploração de petróleo gerou o medo da ocorrência da doença holandesa no país, uma vez que o pequeno país apresenta uma limitada capacidade de absorção interna dos possíveis gastos das receitas provenientes do petróleo. Além do medo do país sofrer os efeitos da doença holandesa, assim como pelo aumento das preocupações em como custear as crescentes necessidades de previdência que o envelhecimento da população causaria a economia do país, foi criado o Government Petroleum Fund (atualmente renomeado como Government Pension Fund-Global , ou GPFGlobal). O Fundo soberano foi criado pelo parlamento para que o iniciasse as suas atividades, foi criada uma conta dentro do Banco Central norueguês sob a responsabilidade do Ministério das Finanças.

#### 3.2.1- O FUNDO SOBERANO NORUEGUÊS (GOVERNMENT PENSION FUND-GLOBAL)

O fundo norueguês foi criado sem identidade jurídica própria, no ano de 1990, porém sua primeira transferência de receita só ocorreu no ano de 1996. Isso só ocorreu em virtude de uma crise financeira enfrentada pelo país no início dos anos 1990 que impossibilitou a transferência de

recursos ao SWF. Inicialmente, estava estipulado que a gestão do fundo ocorreria pelo Ministério das Finanças, porém no momento em que houve a transferência de recursos para o Fundo a gestão passou para as mãos do Banco Central do país, que no ano de 1998 criou uma área específica dentro da instituição (o Norges Bank Investment Management, ou NBIM) que exerce a função de gestora independente de recursos, com a função de administrar os recursos do Fundo.

É importante destacar que além do GPFG a Noruega também possui um outro fundo soberano que foi criado em 1967, o National Insurance Fund que atualmente também foi renomeado como Government Pension Fund- Norway, ou GPFN. Ao contrário do GPFG, o GPFN tem as suas receitas vinculadas aos superávits do programa de previdência social (National Insurance Scheme). Ao contrário do GPFG o GPFN é administrado pelo governo da Noruega e tem suas diretrizes estipuladas pelo Ministério das Finanças.

O governo da Noruega no ano de 2006, criou o Norway Pension Fund ( NGPF), com o objetivo de englobar os antigos National Insurance Fund e o Government Pension Fund. Embora tenha ocorrido a mudança dos nomes dos fundos, as gestões de ambos os fundos continuam sendo exercidas pelas suas respectivas entidades.

O fundo GPFG foi criado com o objetivo de fortalecer a poupança do governo promovendo o custeio da previdência pública, preservando as governamentais do petróleo no longo (NBIM, 2007). Com isso podemos dizer que o GPFG exerce a função de um fundo de poupança intergeracional.

As receitas do GPFG são provenientes de todas as receitas líquidas do setor petrolífero do governo que devem ser transferidas diretamente ao SWF para a conta que este possui no Norges Bank. Com isso as receitas do fundo incluem as receitas de impostos e de *royalties* sobre a exploração petrolífera, dividendos da empresa estatal Statoil ASA, receitas de taxação sobre emissão de dióxido de carbono resultantes das atividades de exploração dos recursos naturais, transferências do fundo de seguro do petróleo ( Petroleum Insurance Fund) entre outras.

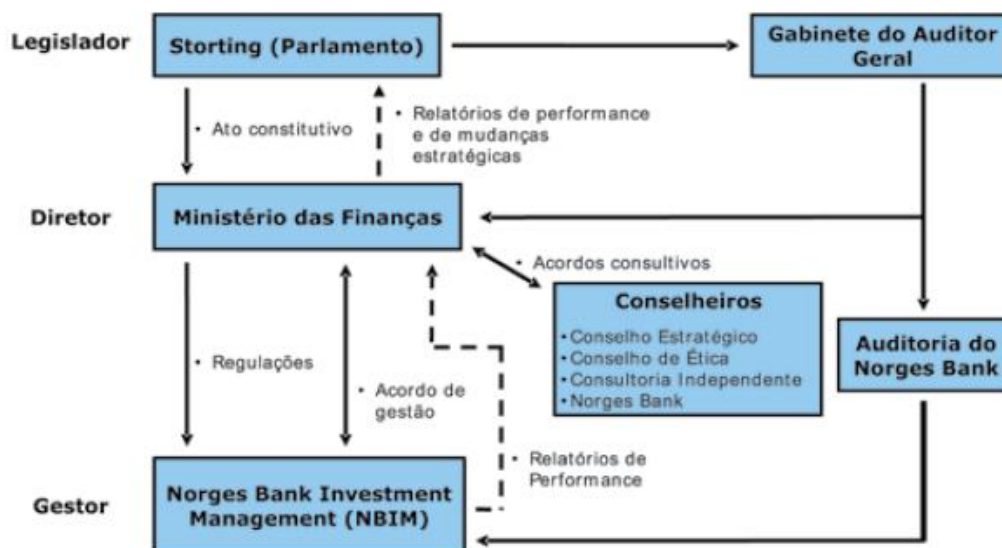
As retiradas do fundo são estipuladas conforme o orçamento fiscal do parlamento, uma vez que, com a existência de déficits governamentais suficientemente grandes que consumam todas as receitas da exploração, o governo tem permissão de retirar em vez de acumular recursos no Fundo.

### 3.2.2- ESTRUTURA DO GPFG

O modelo de governança do GPFG que foi estipulado pelo Ministério das Finanças esta baseado em 3 pilares: Responsabilidade, Transparência e Profissionalismo. A estrutura de governança do GPFG está baseada em 3 agentes institucionais, que são: o parlamento, que exerce a função de legislador; o ministério das Finanças, que exerce o papel de direção do SWF e o NIBM que tem a função de gestor.

No quadro nº 1 segue um esquema com a estrutura de governança do SWF.

Quadro 1 - Estrutura de Governança do GPFG



Fonte: Bain & Company (2009)

Na estrutura de governança do Fundo, é de responsabilidade do parlamento norueguês: (i) supervisionar o desempenho do fundo e de seus administradores; (ii) em caso de necessidade de alteração legislativa de estratégia do SWF o parlamento estará a frente das alterações.

Para o ministério das finanças têm-se as funções de: (i) Decidir a alocação estratégica dos ativos; (ii) definir o portfólio de referência; (iii) definir o escopo de gestão ativa dos investimentos e (iv) determinar a exclusão de empresas que não estejam em conformidade com as diretrizes éticas do GPFG de seu universo de investimentos.

Finalmente, é de responsabilidade do NBIM, ao gerir o fundo: (i) respeitar a legislação, regulamentações e diretrizes de investimento; (ii) controlar os riscos de investimentos; (iii) buscar retornos superiores ao *Benchmark* estipulado e (iv) fornecer qualquer informação do GPFG ao Ministério das Finanças quando requisitado.

O Banco Central ainda é responsável por promover auditorias internas trimestrais no GPFG e remeter os resultados obtidos ao Ministério das Finanças. Anualmente há a ocorrência de uma auditoria externa que é enviada ao Ministério das Finanças e ao conselho supervisor do Banco Central. Todos os relatórios fornecidos por essa auditoria são por fim publicados na internet pelo Ministério das Finanças.

### **3.3 – RÚSSIA**

A Rússia nos anos 1980 fazia parte da União soviética; nesse período, a produção soviética de petróleo atingiu um recorde de 12,3 milhões de barris ao dia. Com a extinção da antiga União Soviética no ano de 1991, ocorreu uma drástica redução na produção diária de barris de petróleo, que chegaram a atingir 7,1 milhões ao dia no ano de 1995. Sendo a Rússia a maior produtora do bloco ( 89% da produção) o mesmo fenômeno ocorreu no país. O principal motivo apontado para o declínio na exploração dessa *commodity* foram o esgotamento de alguns dos principais poços de petróleo do país provocados pelo excesso de exploração, assim como pela falta de investimento na manutenção dos poços. Embora a Rússia enfrentasse esse quadro no

final da década de 1990 e início dos anos 2000, uma elevação do preço da *commodity* vinculado a uma estabilidade da economia do país ( que havia superado a crise de 1998) ocorreu uma elevação das atividades de exploração e a introdução de novas técnicas. Em virtude da melhora desse cenário, a exploração de petróleo voltou a produzir elevadas receitas, o que levou ao debate sobre criação de um fundo com o objetivo de ajuda na estabilização das receitas petrolíferas no orçamento fiscal. (BAIN & COMPANY, 2009)

### **3.3.1- OS FUNDOS SOBERANOS RUSSOS (RESERVE FUND- RF E O NATIONAL WEALTH FUND- NWF )**

Os dois fundos soberanos russos constituem em conjunto, o terceiro maior do mundo em total de ativos, atrás dos SWF de Abu Dhabi e da Noruega. Tratado como um único fundo até o início de 2008, teve neste ano seus ativos divididos em dois Fundos Soberanos com objetivos e regras diferentes.

A constituição dos Fundos surgiu como consequência da necessidade de regulamentação aos efeitos da exploração petrolífera e seus reflexos nas elevações de receitas provenientes deste produto, o que induziu o debate sobre a criação de um fundo para ajudar a estabilizar as receitas petrolíferas no orçamento fiscal.

Em 2002, a Duma (Câmara dos Deputados russa) apresentou proposta de lei para a criação de FS. Em contrapartida o governo russo elaborou outra lei tratando dos SWF e essa nova lei entrou em vigor em 2004, instituindo a criação do Oil Stabilization Fund (OSF). No momento de estabelecimento do OSF ficou acordado que este seria um grupo de ativos, sem entidade jurídica própria, sob responsabilidade do Ministério das Finanças, alocando em uma conta exclusiva no Banco Central Russo.

Foram estabelecidos como objetivos gerais do SWF a redução da vulnerabilidade do orçamento do governo, assim como a volatilidade nos preços do petróleo, além de promover a



esterilização dos efeitos do influxo de moeda estrangeira ligado à exportação de petróleo sobre a oferta de dinheiro, a inflação e a taxa de câmbio do país.

O OSF conseguiu expandir rapidamente o total de ativos sob seu controle, o fundo teve seu valor multiplicado por quase oito vezes entre os anos de 2004 e 2007, quando cresceu de 500 bilhões de rublos para 3,8 trilhões. A explicação deste resultado foi a escalada do preço do petróleo Ural, que saltou de US\$ 34/bbl em 2004 para US\$ 71/bbl em 2007. Vale mencionar que o total de ativos do FS russo não inclui o valor dos retornos obtidos ao longo dos anos, uma vez que o Ministério das Finanças da Rússia não disponibiliza tal informação. (BAIN & COMPANY, 2009)

O OSF atingiu um montante suficiente para estabilizar o orçamento fiscal logo em seu primeiro ano de existência; assim, o governo definiu sua divisão em dois novos fundos, o Reserve Fund (RF) e o National Wealth Fund (NWF), igualmente formados como grupos de ativos sob custódia do Ministério das Finanças. O primeiro permaneceria com o objetivo de promover a estabilização das receitas do governo; já o NWF, teria como meta financiar o sistema previdenciário russo no longo prazo. Essa divisão foi estabelecida através de uma emenda ao Código Orçamentário (lei federal) no final de 2007, que acabou por criar uma conta exclusiva para cada um dos Fundos Soberanos no Banco Central da Rússia. Em 30 de janeiro de 2008, foi feita a primeira transferência de fundos para os dois novos Fundos, com recursos provenientes do OSF, que, a partir de então, deixou de existir.

O Ministério das Finanças da Rússia estabeleceu claramente os objetivos dos dois FSs. O RF visa garantir o financiamento das despesas do orçamento federal, promovendo o equilíbrio do orçamento nos momentos de baixa das receitas do petróleo e gás natural (IWG, 2008). O segundo papel do RF, seria de atuar como ferramenta para redução do excesso de liquidez e das pressões inflacionárias (MINFIN, 2008). O RF caracteriza-se por um duplo papel estabilizador: por um lado, busca estabilizar o orçamento fiscal do país, em virtude deste depender das receitas do setor petrolífero; assim como evitar os efeitos macroeconômicos da circulação cambial interna das receitas do petróleo nos momentos em que essas são abundantes.

O NWF tem como objetivo geral promover um mecanismo sustentável para a previdência russa no longo prazo (MINFIN, 2008). Mais especificamente, ele visa co-financiar o sistema previdenciário russo assim como o balanço orçamentário do Fundo de Pensão do seu país (MINFIN, 2008).

Um mecanismo de controle tanto da entrada como da retirada de recursos relativo ao extinto OSF consistia em que, toda vez que o fundo acumulasse 500 bilhões de rublos, o governo poderia usar o que excedesse este valor para quaisquer outros propósitos que lhe conviessem. Na criação do OSF, o governo russo estimou que levasse de três a quatro anos para que tal quantia fosse acumulada. No entanto, o rápido aumento no preço do petróleo fez com que o SWF atingisse 500 bilhões de rublos ainda no seu primeiro ano de existência. No fim de 2007, o OSF havia quase octuplicado este montante, com 3,8 trilhões de rublos em ativos.

Com a extinção do OSF, foi institucionalizado um mecanismo totalmente integrado para reger as entradas de recursos no RF e no NWF. Ao invés de alocar recursos diretamente ao FS dependendo do preço do petróleo, como era feito no OSF, o novo mecanismo de entrada é indireto. O governo determinou, no momento da criação do RF e do NWF, os montantes a serem transferidos anualmente ao orçamento fiscal antes do depósito das receitas do petróleo no RF. Os valores a serem transferidos ao orçamento foram estipulados como porcentagem do PIB, sendo decrescentes entre 2008 e 2011 e, a partir de então, constantes em 3,7%.

Logo após a transferência do montante estipulado ao orçamento fiscal, o restante das receitas relevantes ao fundo seria depositado na conta do RF no Banco Central da Rússia. Os recursos advindos da tributação do petróleo e gás natural são acumulados no RF até que seus ativos atinjam 10% do PIB anual do país.

Quando o RF atinge 10% do PIB anual da Rússia, todos os recursos acumulados a partir de então são automaticamente transferidos ao NWF. Além das transferências provenientes do RF, o NWF se abastecerá dos retornos obtidos por seus investimentos. Igualmente, os retornos obtidos no âmbito do RF são reaplicados nele próprio. (BAIN & COMPANY, 2009)

O único uso dos recursos do NWF autorizado pela lei que o criou é o de co-financiar o sistema previdenciário da Rússia. O montante de recursos direcionado a esse fim deve ser determinado anualmente por lei federal no plano de orçamento para o ano fiscal seguinte.

A estrita regra de saída de recursos do NWF impede que estes sejam redirecionados ao orçamento fiscal caso o montante disponível no RF seja suficiente para cobrir seu déficit. Da mesma maneira, os recursos do NWF não podem ser realocados ao RF se este ficar descapitalizado.

O RF pode investir somente em instrumentos de renda fixa, enquanto o NWF goza de maior liberdade, podendo investir também em ações de empresas e fundos de investimento. Todos os investimentos do RF e NWF devem ser feitos em ativos denominados em dólares norte-americanos, euros e libras esterlinas, segundo os percentuais estabelecidos pelo Ministério das Finanças, o que significa que aplicações na economia local ou investimentos denominados em moeda russa são proibidos.

### **3.3.2- ESTRUTURA DO RF E DO NWF**

A gestão do RF e do NFW fica a cargo do Ministério das Finanças, porém a gestão dos ativos do país é terceirizada e fica a cargo do Banco Central da Rússia. A transferência de poder sobre os fundos soberanos é meramente operacional, estando relacionada a questões como custódia e liquidação de títulos, conversão de moedas, etc. Deste modo, todas as decisões de gestão e estratégia de alocação, assim como a responsabilidade sobre os SWFs, seguem no âmbito do Ministério das Finanças.

Uma vez que ambos os fundos são elementos integrantes do processo orçamentário do governo, boa parte de seus regulamentos, inclusive a determinação de sua fundação, encontram-se contidos no Código Orçamentário, lei federal sancionada pela Assembléia Federal.

Fica a cargo do Ministério das Finanças a apresentação de seus resultados trimestralmente ao Poder Executivo junto com o relatório de mesma periodicidade sobre a execução do orçamento federal. Também integrado ao relatório sobre a execução do orçamento, é entregue um relatório anual sobre o desempenho dos FSs, exibindo a consolidação dos relatórios trimestrais.

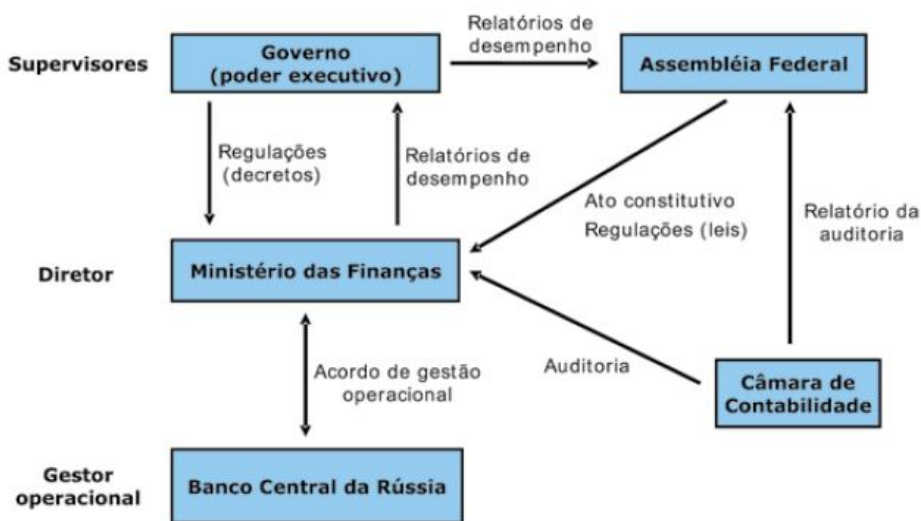
O do governo federal deve apresentar a ambas as câmaras da Assembléia Federal as mesmas informações que recebe do Ministério das Finanças no que se refere ao Fundo soberano, também com freqüência trimestral e anual.

A Câmara de Contabilidade da Federação Russa, auditor estatutário independente criado pela Assembléia Federal, é responsável por auditar as operações dos Fundos do país, em conjunto com a execução do orçamento federal. Essa instituição apresenta trimestralmente à Assembléia Federal um relatório sobre as atividades de acumulação, gastos e investimentos do RF e NWF, no qual valida ou não os relatórios trimestrais elaborados pelo Ministério das Finanças.

O Ministério das Finanças tem a obrigação de divulgar publicamente, com freqüência mensal, informações sobre a entrada e usos das receitas governamentais de petróleo e gás natural, o tamanho dos dois Fundos do país, medido em valor dos ativos, e a alocação dos recursos nesses fundos. Tais informações podem ser encontradas no website do Ministério das Finanças; no entanto, os dados divulgados estão descontados dos juros auferidos pelos SWF de modo que não se revela a rentabilidade dos ativos neles contidos e conseqüentemente, tampouco o tamanho real dos fundos. Somente o acúmulo de depósitos efetuados em valor nominal é observável.

A seguir, no quadro nº 2 podemos observar a Estrutura de Governança dos Fundos Soberanos da Rússia.

**Quadro 2 – Estrutura de Governança dos Fundos Russos**



Fonte: Bain & Company (2009)

A administração dos SWFs do país é de responsabilidade do Ministério das Finanças. Este órgão pode escolher dois modos de investir seus recursos; através da compra direta de ativos estrangeiros e/ou por meio do depósito dos recursos em contas denominadas em moeda estrangeira no Banco Central, sendo a remuneração dessas contas igual ao retorno dos ativos estrangeiros que a compõem. Atualmente, somente a segunda opção é utilizada.

O Ministério das Finanças pode terceirizar parte ou toda a gestão do RF ao Banco Central russo. No caso do NWF, a gestão pode ser terceirizada tanto para o Banco Central como para outros gestores externos. Atualmente, os ativos de ambos os fundos são geridos pelo Banco Central, ainda que a tomada de decisões acerca das estratégias de investimento seja feita diretamente pelo Ministério das Finanças. (BAIN & COMPANY, 2009)

O Banco Central russo e o Ministério das Finanças do país não revelam como é estruturada a gestão interna dos Fundos locais.

### **3.4 – CHINA**

#### **3.4.1- O FUNDO SOBERANO CHINÊS (CHINA INVESTMENT CORPORATION- CIC )**

A República Popular da China tem atualmente cerca de US\$ 1,9 trilhão em reservas cambiais. Em virtude deste montante, observou-se a necessidade de buscar uma maior rentabilidade para as reservas, assim como aumentar a diversificação dos investimentos e estar menos sujeito ao dólar (detendo menos essa moeda); esses fatores contribuíram como incentivo para a criação do China Investment Corporation- CIC. Fundado em 29 de setembro de 2007, o fundo tem feito investimentos em empresas financeiras (SWF INSTITUTE, 2010).

O China Investment Corporation (CIC) é responsável pelo gerenciamento de parte das reservas de divisas da China, correspondente a cerca de US\$ 200 bilhões de ativos sob gestão. Seu modelo de gestão é semelhante ao Fundo Temasek Holdings de Cingapura.

O capital do China Investment Corporation é financiado através da emissão de obrigações do tesouro especiais. Com a aprovação do Comitê Permanente no 10 ° Congresso Nacional do Povo, o Ministério das Finanças emitiu Y1.55 trilhões de títulos do tesouro especiais, que foram usados para levantar fundos para a compra de reservas estrangeiras (US\$ 200 bilhões) para serem injetadas no CIC como seu capital social registrado. Cabe ao China Investment Corporation pagar dividendos ao Conselho de Estado como seu proprietário, para cobrir o custo dessas obrigações do tesouro especiais.

O CIC tem por objetivo a maximização dos retornos com uma tolerância a riscos aceitáveis; outro objetivo do fundo é a melhora da governança corporativa das principais instituições financeiras estatais. Uma estratégia adotada pelo CIC é a utilização de gerenciadores de recursos externos, assim como a obtenção de participações indiretas através de vários fundos de investimentos. Com isso, parte do dinheiro do fundo serve para ajudar algumas empresas públicas.

Alguns dos investimentos do Fundo estão localizados na África, na Ásia, na América do Norte e na Austrália, e suas carteiras são compostas principalmente por: (i) ações nos mercados emergentes e desenvolvidos; (ii) *Hedge Funds*; (iii) dívidas soberanas; (iv) dívidas corporativas; (v) *Real Estate* (exercidos através de fundos ou investimentos diretos); (vi) *Private Equity*; e (vii) *Commodities*;

### **3.4.2- ESTRUTURA DO CIC**

A China Investment Corporation tem um Conselho de Administração que possui o poder de decisão. O Conselho de Estado queria promover uma reforma e uma reestruturação dos grandes bancos Comerciais; como instrumento dessa manobra ele criou em dezembro de 2003 o Central Huijin Investment Company. Ao ser criado, o Central Huijin Investment Company tinha como principal objetivo a estabilização e a recapitalização dos grandes bancos Estatais Chineses.

Em setembro de 2007, o Ministério das Finanças emitiu bônus do tesouro especial e adquiriu todas as ações da Central Huijin do People's Bank of China. As ações adquiridas foram injetadas no China Investment Corporation, como parte da sua contribuição de capital inicial em cerca de US \$ 67 bilhões. No entanto, os direitos de principal acionista da Central Huijin são exercidos pelo Conselho de Estado. Este é autorizado pelo Conselho de Estado para o exercício de direitos e obrigações que um investidor em grandes empresas estatais financeiras em nome do Governo chinês. A Central Huijin tem participações em várias empresas financeiras, incluindo cinco grandes bancos comerciais, duas empresas de valores mobiliários, uma companhia financeira, uma empresa de investimento e uma empresa de resseguros. (SWF INSTITUTE, 2010).

A Central Huijin faz investimentos de capital em instituições financeiras nacionais. Também possui a China Jianyin Investment Limited, que foi o comprador original da cota de US\$ 3 bilhões no Blackstone Group. Ele ainda possui uma participação muito grande no Bank of China Limited.

## 3.5 – CINGAPURA

### 3.5.1- O FUNDO SOBERANO DE CINGAPURA (TEMASEK HOLDINGS )

O Temasek Holding é um fundo que foi criado como empresa de investimentos asiáticos de propriedade do Governo de Cingapura, é regido pelas Leis das Sociedades, e está sujeito a Constituição de Singapura de 1991. (SWF INSTITUTE, 2010).

Na década de 1960 o governo de Cingapura já tinha participações diretas nas indústrias locais. Inicialmente, a participação do governo nessas indústrias estava associada diretamente ao Ministério das Finanças. No ano de 1974 o Ministério das Finanças estabeleceu o Temasek Holdings, com o objetivo de gerir estes ativos. Atualmente, o único acionista do Temasek Holdings é o Ministério das Finanças e ao longo de sua história de formação o Temasek diversificou as suas participações, inicialmente restrita ao mercado local e a Ásia e mais adiante se estendeu aos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).

O Temasek criou, no início da década de 1980, um departamento específico de gestão de fundos, o Fullerton Fund Management Company (Fullerton), que em 2003 obteve licença para gerir as reservas monetárias, porém isso só ocorreu de fato no ano de 2004. O departamento tem como função a realização de operações de *money markets*, renda fixa, ações públicas, *Hedge Funds* e suas aplicações em grande maioria encontram-se presentes no mercado asiático. No ano de 2005 outro braço de Temasek, o Private Equity Fund Investment (PEFI), mudou o seu foco, com a intenção de complementar as atividades de investimento direto do Temasek. A relação com outros fundos de *private equity* foi incentivada a fim de gerar oportunidades de co-investimentos especialmente em setores de alta tecnologia (como a aquisição de participações na Avago Technologies, produtor de semicondutores e na Aptuti, empresa de biotecnologia). (CAGNIN R, F. *et all*, 2008)



Os investimentos desse SWF se concentram em diversos setores da economia, tais como: (i) bancos e serviços financeiros (35%), (ii) telecomunicações e mídia (26%), (iii) transportes e logística (13%), (iv) infra-estrutura e tecnologia (9%); (v) setor imobiliário (7%), (vi) energia (6%) e (vii) outros (4%).

Conforme o Temasek sua estratégia<sup>7</sup> para investimento está focada em torno de quatro temas: (i) transformar economias; (ii) promover o crescimento da classe média; (iii) aprofundar vantagens comparativas e (iv) promover desenvolvimento de países emergentes.

### **3.5.2- ESTRUTURA DO TEMASEK**

O Temasek Holdings tem por obrigação reportar suas ações para o Ministério das Finanças; o fundo está sujeito a concordância do presidente e do Ministério das Finanças (acionista) que possui o direito de nomear, remover ou renovar os membros do Conselho nas reuniões de acionistas.

O Conselho do Temasek é formado por 11 membros, formados em sua grande maioria por executivos independentes ligados ao setor privado. O conselho deve fornecer orientações gerais das políticas adotadas para a gestão do Fundo. O conselho se reúne periodicamente a cada três meses (SWF INSTITUTE, 2010).

No Anexo 3 serão apresentados os principais fundos soberanos, com seus ativos; nesta tabela estão incluídos os 5 maiores fundos abordados nesse capítulo.

---

<sup>7</sup> (I)Transforming Economies; (II) Growing Middle Class; (III)Deepening Comparative Advantages; (IV) Emerging Champions. (Tradução do autor)

## 4 – O FUNDO SOBERANO DO BRASIL

### 4.1 – CONTEXTO POLÍTICO

O contexto econômico que levou a criação do fundo soberano Brasileiro está atrelado a política econômica adotada pelo Brasil para garantir maior proteção frente aos choques externos; essa política proporcionou uma maior autonomia na condução da política interna frente aos desafios internacionais, assim como forneceu maior proteção a economia brasileira.

No caso brasileiro o acúmulo de reservas internacionais pode ser explicado pelos excessivos superávits de balanço de pagamentos, que estavam associados a um declínio dos passivos em moeda estrangeira e que foram responsáveis pela redução da vulnerabilidade brasileira ao mercado externo. Esses superávits proporcionaram uma melhora dos indicadores macroeconômicos tais como o risco país.

Neste período o cenário econômico brasileiro melhorou significativamente e no setor externo o país alcançou uma posição de credor líquido internacional. A dívida líquida do setor público sofreu uma redução em detrimento dos superávits primários . Outro ponto positivo para a economia brasileira foi o reconhecimento internacional dos fundamentos econômicos do país, quando as agências de risco deram ao país o *investment grade*, que proporciona um ambiente atrativo aos investimentos no país, além do crescimento econômico.

Devido a melhora dos indicadores macroeconômicos, no dia 23 de maio de 2008 uma carta foi encaminhada ao Presidente da república recomendando a criação do Fundo Soberano Brasileiro (FSB), nesta carta, o então Ministro da Fazenda, Guido Mantega, destaca alguns dos motivos para a criação do FSB. Dentre as vantagens listadas pelo ministro estavam destacadas:

“A experiência internacional aponta diversas vantagens associadas à criação do fundo soberanos de riqueza, entre as quais : (i) possibilidade de diversificar as aplicações do país em ativos em moeda estrangeira no exterior, (ii) obtenção de maiores rendimentos

nas aplicações de recursos em moeda estrangeira, (iii) estabilização de receitas fiscais; (iv) mitigação dos efeitos de eventuais excessos de divisas sobre a taxa de câmbio, a dívida pública e a inflação; e (v) maior transparência na gestão das reservas internacionais.” (EM nº 00083/2008, pág. 1)

Outro motivo vinculado ao contexto econômico que levou a consideração da criação do fundo soberano brasileiro diz respeito as reservas internacionais, isto porque embora o país tenha obtido proteção frente aos desequilíbrios internacionais, o excesso de reservas internacionais pode provocar efeitos danosos sobre a taxa de câmbio e a competitividade internacional dos produtos brasileiros; uma vez criado o fundo soberano, este seria uma solução para esse problema.

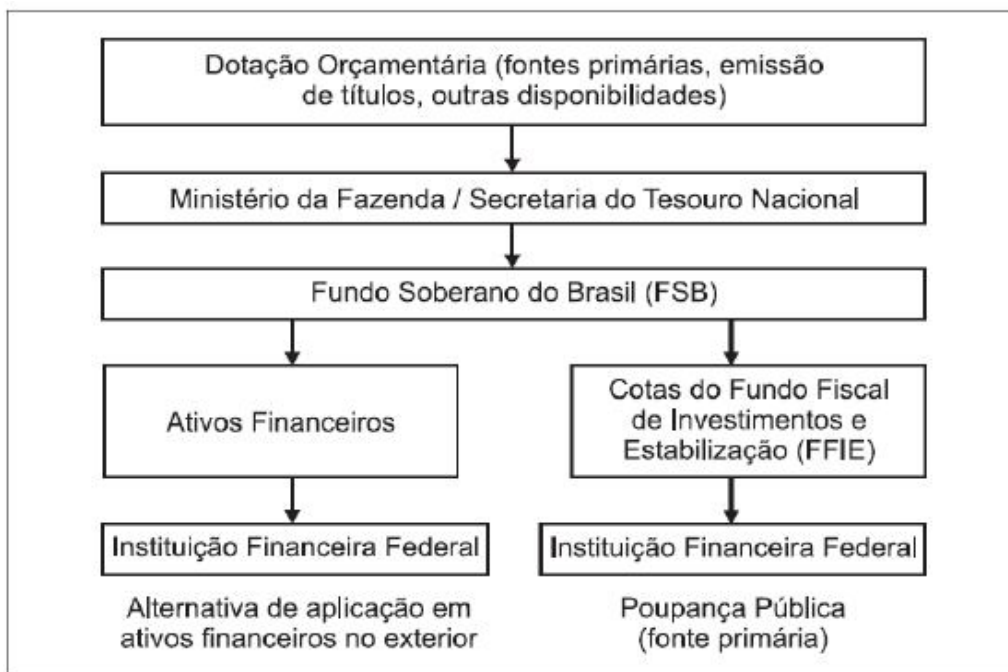
Outra justificativa para a criação do fundo soberano brasileiro diz respeito a redução do elevado custo fiscal de manutenção das reservas, uma vez que o o fundo gera uma melhor rentabilidade na aplicação da moeda estrangeira que o governo é obrigado a adquirir para esterilizar a economia.

#### **4.2 – ESTRUTURA DO FUNDO**

O anúncio de criação o fundo Soberano Brasileiro, o FSB ocorreu no dia 12 de maio de 2008, no BNDES. Na proposta inicial da criação do fundo este seria um fundo de “natureza contábil e financeira, vinculado a ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos economicos e fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior” (lei 11.887, art. 1) O fundo Soberano Brasileiro com o objetivo de cumprir suas obrigações criou o Fundo de Investimentos e Estabilização (FFIE); este trata-se de um fundo privado que é operado por instituição financeira federal, com patrimônio próprio separado do patrimônio do FSB. O FFIE tem por finalidade aplicar os ativos do Brasil no exterior, com o intuito de formar poupança pública; outro objetivo desse fundo é mitigar os ciclos econômicos e dar fomento a projetos estratégicos para o Brasil no exterior.

No quadro 3 será apresentada a estrutura do fundo soberano Brasileiro

### Quadro 3 - Estrutura do FSB



Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.

Entre as diretrizes de fundação do FSB o Ministério da Fazenda estipulou o compromisso do fundo como: transparência, governança e rentabilidade.

O compromisso com a transparência, serve de resposta a uma das principais críticas dos países desenvolvidos em relação aos fundos soberanos. Essa preocupação foi um dos principais vetores para a criação dos Princípios de Santiago, uma vez que a falta de transparência preocupa os países receptores de investimentos dos fundos, pois estes temem que os SWF sejam usados como instrumentos de manobras políticas. O FSB tem como compromisso a transparência, isto porque além da legislação em vigor (exemplo do TCU), foi estipulado o desenvolvimento de um relatório de desempenho do fundo que deve ser encaminhado semestralmente para o Congresso Nacional. [Ministério da Fazenda (2008)].

Referente a governança, foi instituído um conselho deliberativo do FSB que estabelece o prazo, a forma e a natureza dos investimentos. Fica a cargo do Ministério da Fazenda a gestão do FSB, que é operado por instituição federal.

A taxa de rentabilidade estipulada foi a taxa Libor ponderada pelo risco de cada operação; com isso, segundo o Ministério da Fazenda o *benchmark* será no mínimo a Libor.

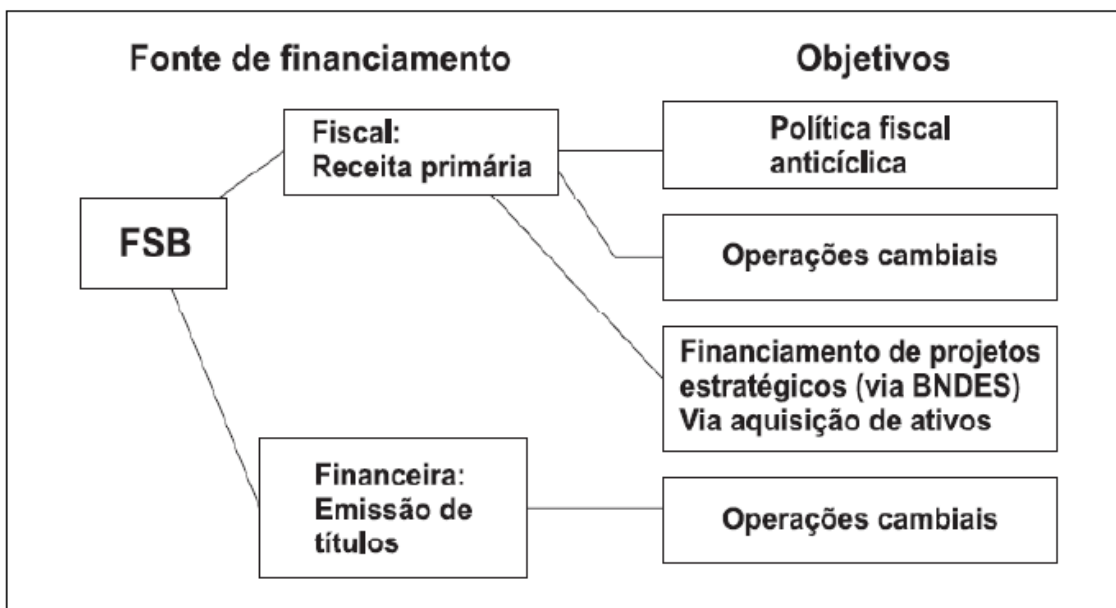
#### **4.3 – RECURSOS DO FUNDO**

De acordo com a de lei 11.887, de 24 de dezembro de 2008, os recursos do fundo soberano serão constituídos de: (i) recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento estipulado anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública; (ii) ações de sociedade de economia mista federal excedente ao necessário para a manutenção do controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; (iii) resultados de aplicações financeiras à sua conta; (iv) títulos da dívida pública mobiliária federal.

Os recursos do fundo inicialmente são de origem fiscal; o Ministério da Fazenda (2008) estipulou a composição do fundo com 0,5% do PIB: este valor aproveita o período de maior crescimento da economia e de arrecadação, e não causaria impacto nas metas fiscais estabelecidas para redução da dívida pública.

O quadro 4 apresenta um esquema com as fontes de financiamento do Fundo Soberano Brasileiro e os objetivos do Fundo.

#### Quadro 4 – Fontes de financiamento do fundo



Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.

#### 4.4 – AS PRINCIPAIS CRÍTICAS A CRIAÇÃO DO FUNDO SOBERANO.

As principais críticas referentes a criação do Fundo Soberano Brasileiro estão centradas nas receitas do fundo e na forma de gestão.

Uma das principais críticas está relacionada às receitas que proporcionaram a criação do Fundo, isto porque a maioria dos fundos soberanos tem suas receitas atreladas à exploração de algum recurso natural finito (Ex: oil funds).

O segundo ponto destacado pelos críticos diz respeito às aplicações do fundo, uma vez que um dos objetivos para a criação do mesmo foi o de comprar debêntures emitidas pela instituição financeira oficial brasileira e proporcionar o financiamento de empresas brasileiras multinacionais. Enquanto os outros fundos investem em títulos públicos e privados, ações de empresas estrangeiras, hedge funds, entre outros ativos buscando maior rentabilidade e

diversificação dos riscos, no caso brasileiro se essa estratégia for confirmada, os riscos se concentrarão no risco Brasil.

Outro ponto diz respeito a dependência de superávit primário (0,5% do PIB) ou de outras receitas federais e não de um superávit nominal. O aumento das reservas brasileiras em parte deve-se a entrada de capitais (empréstimos) que mais adiante podem fazer o caminho inverso, e não de superávit em conta corrente. A crítica a criação do FSB concentra-se na opção de política macroeconômica anti-cíclica, isto porque reservas elevadas não são sinônimo de “riqueza soberana” se estas não forem resultado de preços elevados de commodities de propriedade do governo, nem de saldo positivo sustentável em transações correntes.

O quarto ponto diz respeito ao elevado “custo de captação” que frequentemente discute o custo elevado de manutenção de reservas, uma vez que o governo não apresenta superávit nominal (ele se endivida para obter moeda estrangeira). Caso o fundo use sua autorização para tomar emprestado internamente em reais, sua rentabilidade teria que ser mais elevada para compensar a taxa básica de juros.

O custo de manutenção das reservas é significativamente alto. Para se adquirir dólares no mercado interno, o Banco Central tem que realizar operações de open market. Essas operações são garantidas por títulos do Tesouro da carteira do Banco Central mediante o pagamento de taxas, acordadas nos contratos de recompra de títulos, bastante próximas da Selic. Visto que o mercado internacional ainda está sofrendo efeitos da crise de 2008, embora o ano de 2009 e 2010 tenham apresentado resultados positivos, as taxas de juros internacionais foram mantidas em níveis historicamente baixos, prejudicando os rendimentos dos investimentos em renda fixa, principal composição da gestão das reservas internacionais. Enquanto a taxa Selic no ano de 2010 encontra-se em torno de 10,75%, taxa bem superior a de captação adotada como benchmark pelo banco Central. (BANCO CENTRAL, 2010)

Na Tabela nº 1 temos a rentabilidade das reservas do Brasil, nos últimos anos. O resultado do ano de 2009 pode ser explicado pelas baixas taxas de juros dos bancos centrais.

Tabela 1 – **Rentabilidade das reservas do Brasil**

<b>Período</b>	<b>Resultado (%)</b>
2002	8,25
2003	9,61
2004	5,02
2005	-3,58
2006	6,03
2007	9,35
2008	9,33
2009	0,83
Média	5,61

Fonte: Banco Central do Brasil (2010)

Outra crítica a formação do Fundo Soberano Brasileiro é referente ao caráter desenvolvimentista que o fundo pode adotar podendo dando margem a utilização como instrumento político ou fiscalmente irresponsável na administração dos recursos.



## CONCLUSÃO

Pode-se concluir que os fundos soberanos se proliferaram nos últimos anos e são frutos de diversos fatores, tais como desintermediação financeira iniciada nos anos 70, as baixas taxas de juros dos Bancos Centrais dos países desenvolvidos, crescimento da economia Chinesa e Asiática, além dos déficits gêmeos dos EUA. O aumento do déficit comercial e de conta corrente dos EUA, que foram financiados pelos países asiáticos e exportadores de petróleo, proporcionaram que os países emergentes acumulassem grandes somas de reservas internacionais.

Outro fator relevante para a formação dos fundos soberanos foi a política de acúmulo de reservas internacionais acima do nível ótimo adotadas por alguns países em desenvolvimento após a crise dos anos 1990, que perceberam que deveriam não somente contar com os recursos de socorro do FMI para se recuperarem. Tais países prefeririam se proteger contra a volatilidade da economia internacional acumulando reservas que serviriam como uma espécie de seguro.

A combinação desses fatores: (i) excesso de acúmulo de reservas internacionais; (ii) desequilíbrios internacionais que permitiram o aumento do preço das *commodities*, proporcionaram superávits nas balanças comerciais e a diversificação dos instrumentos de investimentos, que foram materializadas nos fundos soberanos.

Os fundos soberanos são importantes indicadores da mudança inédita do eixo de dinamismo da economia mundial, isto porque a grande maioria dos detentores de fundos soberanos e de vultuosas reservas cambiais são de países emergentes.

O trabalho mostrou que os SWF são poderosos instrumentos de política econômica, exercendo um importante papel para evitar a ocorrência da maldição dos recursos naturais, assim como diversificar a economia e exercer a função anti-cíclica. Eles ainda exercem forte intervenção na economia, evitando a apreciação cambial e volatilidade dos fluxos de capitais que provocaram diversas crises econômicas no passado.

Embora os fundos soberanos apresentem as vantagens de serem usados com função anti-cíclica, além de proteger as economias dos efeitos do excesso de câmbio, os países que são receptores dos investimentos dos fundos ainda se sentem desconfortáveis com as reais intenções dos mesmos apesar da criação dos princípios de Santiago, que visam proporcionar maior transparência a gestão dos fundos.

Referente ao Fundo soberano Brasileiro, este foi criado em formato diferente da grande maioria dos fundos soberanos, isto porque suas receitas não são provenientes da exploração de *commodities* ou de balança comercial superavitária, os recursos do FSB são compostos por superávit primário ou de outras receitas federais e não de um superávit nominal.

Outro problema é que o fundo soberano Brasileiro foi criado em um contexto econômico diferente, anterior a crise americana do *subprime*; como a economia mundial ainda vem se recuperando dos efeitos da crise, pode ser que a criação do fundo soberanos brasileiro não tenha sido a melhor alternativa para o país nesse momento.

Embora a criação do Fundo soberano brasileiro possa não ter sido apontada como melhor opção, devido ao contexto econômico enfrentado pelo país, no futuro quando existirem as receitas provenientes da exploração do petróleo no pré-sal, assim como a maior entrada de divisas devido ao Brasil ter alcançado o *investment grade*, o FSB poderá se transformar no principal meio de proteção contra a vulnerabilidade da economia brasileira perante oscilações do mercado externo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACON,, Robert; TORDO, Silvana. **Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects.** Washington: 2006. Disponível em: <<http://www.earthrights.net/docs/WorldBankResourceRentFunds.pdf> > Acesso em: 03/07/2010

BAIN & COMPANY. **Relatório II- Fundos financeiros baseados em receitas de Petróleo e gás.** São Paulo. BAIN & COMPANY, 2009.

BANCO CENTAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bc.gov.br/>>. Acesso em: 16/06/2010.

BANCO CENTAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão de Reservas Internacionais.** Vol. 2. Brasília , DF. Banco Central do Brasil. Junho de 2010

BELLO, T.S. **Um fundo soberano brasileiro: é o momento?** Porto Alegre, RS. FEE, 2008. (Texto para discussão, n° 25)

BRASIL. Lei n° 11.887, de 24 de Dezembro de 2008. Cria o Fundo Soberano do Brasil - FSB, dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações e dá outras providências. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 dez. 2008. Seção I, p. 1.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS – BEA. 2008. Disponível em: <<http://www.bea.gov/bea/regional/gsp/>>. Acesso em: 26/07/2010.

CAGNIN, R. F. et all. **O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais.** Campinas, SP. IE/Unicamp, 2008. (Texto para discussão, n° 150)

CAMARA DOS DEPUTADOS. **Projeto de Lei de Criação do Fundo Soberano do Brasil-FSB.** Disponível em:< [www.camara.gov.br/sileg/integras/583435.pdf](http://www.camara.gov.br/sileg/integras/583435.pdf) > Acesso em: 10/08/2010

CAPARICA, R.F.C. **O papel dos fundos soberanos na economia mundial.** 2010. Tese (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós graduação em Economia, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

CAVALCANTI, M., VONBUN, C. **Reservas internacionais ótimas para o Brasil: uma simples análise de custo benefício para o período 1999-2007.** *Economia Aplicada.* São Paulo, V. 12, N.3, P. 463-498, Julho-Setembro 2008.

EMBAIXADA DOS EMIRADOS ÁRABES UNIDOS NO BRASIL. Disponível em: <<http://www.uae.org.br/>>. Acesso em 05/08/2010

EMBAIXADA DA NORUEGA NO BRASIL. Disponível em: <<http://www.noruega.org.br/Embassy/Contatos/embassy/>>. Acesso em 05/08/2010

EMBAIXADA DA RÚSSIA NO BRASIL. Disponível em: <<http://www.brazil.mid.ru/>> Acesso em 05/08/2010

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Disponível em: <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 18/06/2010.

GYLFASON, T. Lessons from the Dutch Disease: causes, treatment and cure. **Working Paper Series** n. 6, Institute of Economic Studies, Reykjavik, 2001.

HELLER, R. Optimal international reserves. *The Economic Journal*, v. 76 (s.l.) 296-311, June 1966.

KEYNES, J.M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Atlas, 1992.

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS - IWG. **Current Institutional and Operational Practices. 2008a**. Disponível em: < <http://iwg-swf.org/pubs/swfsurvey.pdf>>. Acesso em: 12/06/2010.

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS - IWG. **Santiago Principles. 2008b**. Disponível em: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/santiagoprinciples.pdf>>. Acesso em: 12/06/2010.

LIMA, I.M . **A nova estrutura geoeconômica internacional e a recente proliferação dos fundos soberanos de Riqueza**. 2009. Tese (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Fundo Soberano do Brasil**. Conselho Político. Brasília, 2008. Disponível em: <[www.senado.gov.br/lidpt/Análise%20da%20Inflação%20e%20fundo%20soberano%20Conselho%20politico.ppt](http://www.senado.gov.br/lidpt/Análise%20da%20Inflação%20e%20fundo%20soberano%20Conselho%20politico.ppt)>. Acesso em: 15/08/2010.

MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION- MINFIN. 2008. Disponível em: <<http://www1.minfin.ru/ru/>> Acesso em: 01/09/2010

PARECER da comissão consultiva das mutações Industriais (CCMI) sobre o Impacto dos Fundos de Capital de Risco, dos Fundos de Cobertura de Risco e dos Fundos Soberanos nas Mutações Industriais na Europa. *Jornal Oficial da União Européia*, Bruxelas, 15 de outubro de 2009. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:128:0056:0064:PT:PDF>> Acesso em:04/08/2010

SIAS, R. O fundo soberano brasileiro e suas implicações para a política econômica. *Revista do BNDES* , Rio de Janeiro, v.15, N30, P. 93-127, Dez. 2008

SANTISO, J. Fundos soberanos rumo aos emergentes? *Jornal Valor Econômico*, São Paulo 06/04/2009, p. 13.

SOUZA, C. R. S. **O Brasil pegou a doença holandesa? 2009.** Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. OVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE – SWF Institute. Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org>>. Acesso em: 12/06/2010.

TAVARES, F.L. et all. **Fundo Soberano do Brasil fundo fiscal de investimento e estabilização (PL.3.674/08)** Brasília, DF. Câmara dos Deputados. 2008 (Estudo Técnico n° 13/08)

THE Dutch Disease. **The Economist**, Londres p. 82-83; 26 de novembro de 1977

THE NEW YORK TIMES. “EUA estão com medo de serem ‘comprados’”. **The New York Times**, New York; 21 de agosto de 2007.

## ANEXO 1 – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS

País	Nome do Fundo	Origem do Recurso	Classificação do Fundo
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento
	Dubai International Capital	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
	Dubai International - Mubadala	Petróleo	Fundo de Investimento
	Isthmar World	Fiscal	Fundo de Investimento
	Emirates Investment Authority	Fiscal	Fundo de Investimento/ Estabilização
	Investment Corp of Dubai	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento / Investimento
Noruega	Government Pension Fund - Global	Petróleo	Fundo de Poupança intergeracional
	Government Petroleum Insurance Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Cingapura	Temasek Holding.	Receitas Fiscais e reserva cambiais	Fundo de Investimento
	Singapore Investment Corporation	Receitas Fiscais e reserva cambiais	Fundo de Investimento
Arábia Saudita	Saudi Arabia Monetary	Petróleo	Fundo de Investimento
	Kingdom Holding Company	Petróleo	Fundo de Investimento
	Public Investment Fund	Petróleo	Fundo de Investimento/ Desenvolvimento
Kuwait	Kuwait Investment Authority	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional

<b>País</b>	<b>Nome do Fundo</b>	<b>Origem do Recurso</b>	<b>Classificação do Fundo</b>
China	Central Hulin Investment Corporation	Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
	China Central Investment Corporation Ltda	Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
China (Hong Kong)	Hong Kong Monetary Authority Investment	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento/ Estabilização (Monetária)
	Hong Kong Exchange Fund	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento/ Estabilização (Monetária)
Rússia	Stabilization Fund of the Russian Federation	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização / Reservas
Austrália	Queensland Investment Corporation	Reservas Cambiais	Fundo de Reservas
	Australian Government Future Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Poupança intergeracional/ Reservas
	Victorian Funds Management Corporation	Receitas Fiscais	Fundo de Investimento
Catar	Qatar Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento
França	Pension Reserve Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Líbia	Reserve Fund- Lybian Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento/ Estabilização
Argélia	Fonds de Régulation des Receptes	Petróleo	Fundo de Estabilização

<b>País</b>	<b>Nome do Fundo</b>	<b>Origem do Recurso</b>	<b>Classificação do Fundo</b>
EUA	Alaska Permanet Reserve Fund Corporation	Petróleo	Fundo de Reservas
	New Mexico State Investment Office Trust Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Poupança intergeracional/ Reservas
	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Minério	Fundo de Poupança intergeracional
Brunei	Brunei Investment Agency	Petróleo	Fundo de Investimento
Irlanda	National Pension Reserve Funds	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Malasia	Khazanah Nasional BHD	Receitas Fiscais	Fundo de Investimento
Casaquistão	Kazakhstan National Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation	Receitas Fiscais e Receitas Cambiais	Fundo de Investimento
Venezuela	National Development Fund - Fonden	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização
Canadá	Alberta Heritage Fund	Petróleo	Fundo de Poupança intergeracional/ Desenvolvimento
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	Cobre/ Receitas Fiscais	Fundo de Reservas/ Estabilização
	Chile Pension Reserve Fund	Cobre	Fundo de Reservas/ Estabilização



<b>País</b>	<b>Nome do Fundo</b>	<b>Origem do Recurso</b>	<b>Classificação do Fundo</b>
Taiwan	Taiwan National Satabilization Fund	Receitas Fiscais	Fundos de Estabilização para os Mercados Financeiros
Nigéria	Excess Crude Account	Petróleo	Fundo de Poupança intergeracional/ Desenvolvimento
Nova Zelandia	New Zeland Superannuation Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Irã	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Iraque	Development Fund for Iraq	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
Botsuana	Pula Fund	Diamantes	Fundo de Investimento/ Desenvolvimento
Omã	State General Stabilisation Fund	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional
México	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Timor Leste	Timor- Lest Petroleum Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional / Desenvolvimento
Arzebaijão	State Oil Fund - SOFAZ	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional
Trinidad & Tobago	Herintage and Stabilization Fund	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização/ Poupança intergeracional / Desenvolvimento
Colombia	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Desenvolvimento

<b>País</b>	<b>Nome do Fundo</b>	<b>Origem do Recurso</b>	<b>Classificação do Fundo</b>
Vietnã	State Capital Investment Corporation	Fiscal	Fundo de Investimento
Kiribarti	Revenue Equalisation Reserve Fund	Fosfatos	Fundo de Poupança intergeracional
Gabão	Fund for Future Generation	Petróleo	Fundo de Poupança intergeracional / Desenvolvimento
Uganda	Poverty Action Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Desenvolvimento
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização
Papua Nova Guiné	Mineral Resources Stabilisation Fund	Minério	Fundo de Estabilização
Angola	Reserve Fund for Oil	Petróleo	Fundo de Poupança intergeracional / Desenvolvimento

Fonte: FMI (2007)

## ANEXO 2 – PRINCÍPIOS DE SANTIAGO

<b>Princípios de Santiago</b>	
1º Princípio	O enquadramento legal do SWF deve ser sólido e apoiar o funcionamento e à realização do(s) seu(s) objetivo(s) declarado (s).
Sub-princípio 1.1	O enquadramento legal para o SWF deve garantir a solidez jurídica dos fundos soberanos e suas operações.
Sub-princípio 1.2	As principais características da base jurídica do SWF e sua estrutura, bem como a relação jurídica entre o SWF e outros órgãos estatais, devem ser divulgadas publicamente.
2º Princípio	A(s) finalidade(s) política(s) dos SWF devem ser claramente definidas e divulgadas publicamente.
3º Princípio	Sempre que as atividades dos SWF apresentarem implicações macroeconômicas domésticas, essas atividades devem ser estreitamente coordenadas com as autoridades nacionais fiscal e monetária, de modo a assegurar a coerência com a política macroeconômica.
4º Princípio	Devem ser claras e públicas as políticas, regras e procedimentos em relação à orientação geral do SWF para o financiamento da retirada, e as operações de gastos.
Sub-princípio 4.1	As fontes de financiamento dos SWF devem ser divulgadas publicamente.
Sub-princípio 4.2	A abordagem geral para os levantamentos de fundos soberanos e os gastos em nome do governo também devem ser divulgados publicamente.
5º Princípio	Os dados estatísticos relativos aos SWF devem ser comunicados em tempo hábil para o proprietário, bem como outros requisitos, se for o caso para a inclusão em conjuntos de dados macroeconômicos.
6º Princípio	A estrutura de governança para o SWF deve ser sólida e estabelecer uma divisão clara e eficaz das funções e responsabilidades a fim de facilitar a prestação de contas e a independência operacional na gestão do SWF ( prosseguindo com os seus objetivos).

7º Princípio	O proprietário deve definir os objetivos do SWF, nomear os membros do(s) seu(s) órgão (s) em conformidade com procedimentos claramente definidos e efetuar a fiscalização do exercício sobre as operações do SWF.
8º Princípio	O corpo administrativo deve agir no melhor interesse do SWF, e ter um mandato claro com autoridade adequada e competência para desempenhar as suas funções.
9º Princípio	A gestão operacional do SWF deve implementar estratégias de SWF de forma independente e em conformidade com responsabilidades claramente definidas.
10º Princípio	As operações dos SWF devem ser claramente definidas na legislação pertinente, em outros documentos constitutivos, ou em contrato de gestão.
11º Princípio	Um relatório anual de acompanhamento e demonstrações financeiras sobre as operações do SWF e desempenho deve ser preparado em tempo hábil e em conformidade com normas internacionais de contabilidade nacional de uma forma consistente.
12º Princípio	As operações do SWF e demonstrações financeiras devem ser auditadas anualmente em conformidade com as normas internacionais reconhecidas ou auditoria nacional de uma forma consistente.
13º Princípio	Princípios éticos e profissionais devem ser claramente definidos e divulgados aos membros do corpo diretivo do SWF (s), gestão e pessoal.
14º Princípio	Contratos com terceiros para efeitos da gestão operacional do SWF devem ser baseados em fundamentos econômicos e financeiros, e seguir regras e procedimentos claros.
15º Princípio	Operações e atividades nos países de acolhimento devem ser realizados em conformidade com os requisitos regulamentares aplicáveis e divulgação dos países em que operam.
16º Princípio	A estrutura de governança e objetivos, bem como a maneira pela qual a gestão do SWF é operacionalmente independente do proprietário, deve ser divulgada publicamente

17º Princípio	Informações financeiras relevantes relativas a SWF devem ser divulgadas publicamente para demonstrar a sua orientação econômica e financeira, de modo a contribuir para a estabilidade nos mercados financeiros internacionais e aumentar a confiança nos países beneficiários.
18º Princípio	A política de investimento dos SWF deve ser clara e coerente com os objetivos definidos, tolerância ao risco e estratégia de investimento, conforme definido pelo proprietário ou o corpo diretivo (s), e ser baseada em princípios de boa gestão de portfólio.
subprincípio 18.1	A política de investimento deve orientar a exposição financeira da SWF ao risco eo possível uso de alavancagem.
subprincípio 18.2	A política de investimento deve abordar em que medida gestores internos ou externos são utilizados, o intervalo de suas atividades e da autoridade, o processo pelo qual eles são selecionados e seu desempenho monitorado.
subprincípio 18.3	A descrição da política de investimento dos fundos soberanos deve ser divulgada publicamente.
19º Princípio	As decisões de investimento do SWF devem procurar maximizar o retorno financeiro ajustado ao risco de uma maneira consistente com sua política de investimento, e com base em fundamentos econômicos e financeiros.
subprincípio 19.1	Se as decisões de investimento estão sujeitos a outras considerações que não as econômicas e financeiras, estas devem ser claramente definidas na política de investimento e divulgadas publicamente.
subprincípio 19.2	A gestão de ativos do SWF deve ser coerente com aquilo que é geralmente aceita como princípios de boa gestão de ativos.
20º Princípio	Os SWF não devem solicitar ou receber vantagem de informações privilegiadas ou influenciar de maneira imprópria o governo em concorrência com entidades privadas.
21º Princípio	Os direitos de propriedade do acionista devem ser vistos como um elemento fundamental do valor dos seus investimentos de capital. Se um SWF optar por exercer seus direitos de propriedade, deve fazê-lo de uma maneira que seja consistente com sua política de investimento e protege o valor financeiro dos seus investimentos. O SWF devem divulgar publicamente a sua abordagem geral para a votação de valores

	mobiliários das entidades listadas, incluindo os principais fatores que orientam o seu exercício do direito de propriedade.
22° Princípio	Os SWF devem ter um quadro que identifica, avalia e gerencia os riscos de suas operações.
subprincípio 22.1	O quadro de gestão de riscos deve incluir a informação confiável e oportuna sobre sistemas de informação, o que deverá permitir o acompanhamento e gestão dos riscos relevantes dentro dos parâmetros aceitáveis e os níveis de controle e mecanismos de incentivo, os códigos de conduta, o planejamento de continuidade de negócios, contando com a atuação de uma auditoria independente.
subprincípio 22.2	A abordagem geral para a gestão de risco do SWF deve ser divulgada publicamente.
23° Princípio	Os ativos e desempenho dos investimentos (absoluta e relativa a valores de referência, se for o caso) do SWF devem ser medidos e comunicados ao proprietário de acordo com princípios ou normas claramente definidas.
24° Princípio	Um processo de revisão periódica da execução do GAAP deve ser praticada por ou em nome do SWF

Fonte : SWF 2008 (tradução do próprio autor)

País	Nome do Fundo	Ativos (US\$ bilhões)	Ano de fundação
Emirados Árabes Unidos – Abu Dhabi	<u>Abu Dhabi Investment Authority</u>	627	1976
Noruega	<u>Government Pension Fund – Global</u>	443	1990
Arabia Saudita	<u>SAMA Foreign Holdings</u>	415	n/a
China	<u>SAFE Investment Company</u>	347.1**	1997
China	<u>China Investment Corporation</u>	332.4	2007
Singapura	<u>Government of Singapore Investment Corporation</u>	\$247.5	1981
China – Hong Kong	<u>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</u>	\$227.6	1993
Kuwait	<u>Kuwait Investment Authority</u>	\$202.8	1953
China	<u>National Social Security Fund</u>	\$146.5	2000
Russia	<u>National Welfare Fund</u>	\$142.5*	2008
Singapura	<u>Temasek Holdings</u>	\$133	1974
Libia	<u>Libyan Investment Authority</u>	\$70	2006
Qatar	<u>Qatar Investment Authority</u>	\$65	2005
Australia	<u>Australian Future Fund</u>	\$59.1	2004
Argeria	<u>Revenue Regulation Fund</u>	\$54.8	2000
Cazaquistão	<u>Kazakhstan National Fund</u>	\$38	2000
Alaska- USA	<u>Alaska Permanent Fund</u>	\$35.5	1976
Irlanda	<u>National Pensions Reserve Fund</u>	\$33	2001
Coréia do Sul	<u>Korea Investment Corporation</u>	\$30.3	2005
Brunei	<u>Brunei Investment Agency</u>	\$30	1983
França	<u>Strategic Investment Fund</u>	\$28	2008
Malasia	<u>Khazanah Nasional</u>	\$25	1993
Irã	<u>Oil Stabilisation Fund</u>	\$23	1999
Chile	<u>Social and Economic Stabilization Fund</u>	\$21.8	1985
Emirados Árabes Unidos – Abu Dhabi	<u>Investment Corporation of Dubai</u>	\$19.6	2006
Azerbaijão	<u>State Oil Fund</u>	\$14.9	1999
Emirados Árabes Unidos – Abu Dhabi	<u>International Petroleum Investment Company</u>	\$14	1984
Canadá	<u>Alberta’s Heritage Fund</u>	\$13.8	1976

Emirados Árabes Unidos – Abu Dhabi	<u>Mubadala Development Company</u>	\$13.3	2002
Novo México - USA	<u>New Mexico State Investment Council</u>	\$12.9	1958
Nova Zelandia	<u>New Zealand Superannuation Fund</u>	\$12.1	2003
Bahrain	<u>Mumtalakat Holding Company</u>	\$9.1	2006
Brasil	<u>Sovereign Fund of Brazil</u>	\$8.6	2009
Omã	<u>State General Reserve Fund</u>	\$8.2	1980
Botswana	<u>Pula Fund</u>	\$6.9	1994
Arábia Saudita	<u>Public Investment Fund</u>	\$5.3	2008
China	<u>China-Africa Development Fund</u>	\$5.0	2007
Timor Leste	<u>Timor-Leste Petroleum Fund</u>	\$6.3	2005
US – Wyoming	<u>Permanent Wyoming Mineral Trust Fund</u>	\$3.6	1974
Trinidad & Tobago	<u>Heritage and Stabilization Fund</u>	\$2.9	2000
UAE – Ras Al Khaimah	<u>RAK Investment Authority</u>	\$1.2	2005
Venezuela	<u>FEM</u>	\$0.8	1998
Vietnã	<u>State Capital Investment Corporation</u>	\$0.5	2006
Nigéria	<u>Excess Crude Account</u>	\$0.5	2004
Kiribati (ilhas inglesas)	<u>Revenue Equalization Reserve Fund</u>	\$0.4	1956
Indonesia	<u>Government Investment Unit</u>	\$0.3	2006
Mauritania	<u>National Fund for Hydrocarbon Reserves</u>	\$0.3	2006
Emirados Árabes Unidos – Federal	<u>Emirates Investment Authority</u>	X	2007
Omã	<u>Oman Investment Fund</u>	X	2006
UAE – Abu Dhabi	<u>Abu Dhabi Investment Council</u>	X	2007
	<b>Total Petróleo &amp; Gas</b>	<b>\$2256.8</b>	
	<b>Total de outras receitas</b>	<b>\$1681.6</b>	
	<b>TOTAL</b>	<b>\$3938.4</b>	

\*Este inclui o oil stabilization fund da Rússia

\*\*Este número representa a melhor estimativa.

Fonte: SWF INSTITUTE 2010 (tradução própria do autor)