

**O debate em torno dos fundos cambiais:
experiências internacionais**

Rafael Fagundes Cagnin
Marcos Antonio Macedo Cintra
Maryse Farhi
Júlio Sérgio Gomes de Almeida

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 150, nov. 2008.**

ISSN 0103-9466

O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais ¹

Rafael Fagundes Cagnin ²
Marcos Antonio Macedo Cintra ³
Maryse Farhi ⁴
Júlio Sérgio Gomes de Almeida ⁵

Sumário

Introdução	1
1 Saving Funds	11
1.1 Alaska	12
2 Fundos de estabilização	15
2.1 Rússia	21
2.2 Noruega	26
3 Sovereign Wealth Funds	32
3.1 Cingapura	33
3.2 China	35
4 O Debate Internacional sobre as Estratégias dos Fundos Cambiais: pressões para a elaboração de um código voluntário de conduta	36
Referências bibliográficas	45
Anexo	52

Introdução

O final da década de 1990 foi marcado por um período de elevada aversão aos riscos dos investidores, que se traduziu por uma fase de *sudden stop* dos fluxos de capitais para as economias emergentes, que só foram restabelecidos depois de 2002. Os superávits comerciais e de transações correntes dos países asiáticos e dos exportadores de petróleo, e o fortalecimento das contas externas dos países latino-americanos que, em muitos casos,

(1) Os autores agradecem os comentários e sugestões de Edgard Pereira e Ibrahim Eris. Agradecem também o auxílio de Silas T. da Silva na compilação e elaboração dos dados.

(2) Mestre em Teoria Econômica no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e doutorando na Universidade de Paris XIII.

(3) Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

(4) Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Centro de Conjuntura e Política Econômica (Cecon/IE/Unicamp).

(5) Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e consultor do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi).

também passaram a apresentar superávits não apenas comerciais, mas também em transações correntes, contribuíram para o retorno dos fluxos de capitais (ver Tabela 1). Em 2007, o superávit em transações correntes dos países em desenvolvimento somou US\$ 593,3 bilhões (1,1% do Produto Interno Bruto – PIB – mundial). Se a esse valor for agregado o resultado dos países industrializados da Ásia (Cingapura, Coreia, Hong Kong e Taiwan), alcança-se o volume surpreendente de US\$ 685 bilhões (1,3% do PIB mundial).

O crescimento mundial condicionado ao eixo dinâmico EUA-Ásia tem, então, se desdobrado em diferentes aspectos. O persistente superávit comercial dos asiáticos e a política de câmbio desvalorizado têm levado ao forte acúmulo de reservas cambiais que, ao serem aplicadas em títulos denominados em dólares fecham o circuito gasto-renda entre americanos e asiáticos (BIS, 2007; Belluzzo, 2006).

Outro desdobramento dessa conjuntura internacional tem sido, desde 2002, a elevação do preço das *commodities* agrícolas e metálicas, além do petróleo (ver Gráfico 1). O forte crescimento dos asiáticos, com destaque para a economia chinesa, tem se traduzido em demanda por matérias-primas e alimentos de outros parceiros comerciais. Conforme sintetiza Belluzzo (2006): “o bloco industrializado da Ásia, sobretudo a China, funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos EUA e a oferta das economias exportadoras de recursos naturais”. Foi a partir desse processo que países como o Brasil e outros latino-americanos tiveram seu saldo comercial fortalecido, gerando superávits em transações correntes e reduzindo a vulnerabilidade externa.

Ademais, a elevada liquidez internacional, possibilitada pela prática de baixas taxas de juros dos bancos centrais dos países desenvolvidos,⁶ incentivou a especulação financeira nas Bolsas de Valores e nas de Mercadorias e Futuros, reforçando a tendência de alta das *commodities* e de valorização das moedas de seus exportadores. Dessa forma, os desafios impostos às economias emergentes, antes, sobretudo, determinados pela restrição externa, passaram a ser representados pela forma de lidar com o excesso de moeda estrangeira (BIS, 2007) (ver Gráfico 2).

(6) Além dos bancos centrais dos EUA e da zona do euro, as baixíssimas taxas de juros do Japão contribuíram muito para esta elevada liquidez internacional. Agentes mais arrojados têm, persistentemente, tomado empréstimos em ienes para aplicar os recursos obtidos em moedas e ativos com altos rendimentos. Essa prática (*yen carry-trade*) alcançou imensas dimensões, levando o FMI e o Bank for International Settlements (BIS) a analisá-la e a advertir que ela constitui um elemento suplementar de volatilidade financeira.

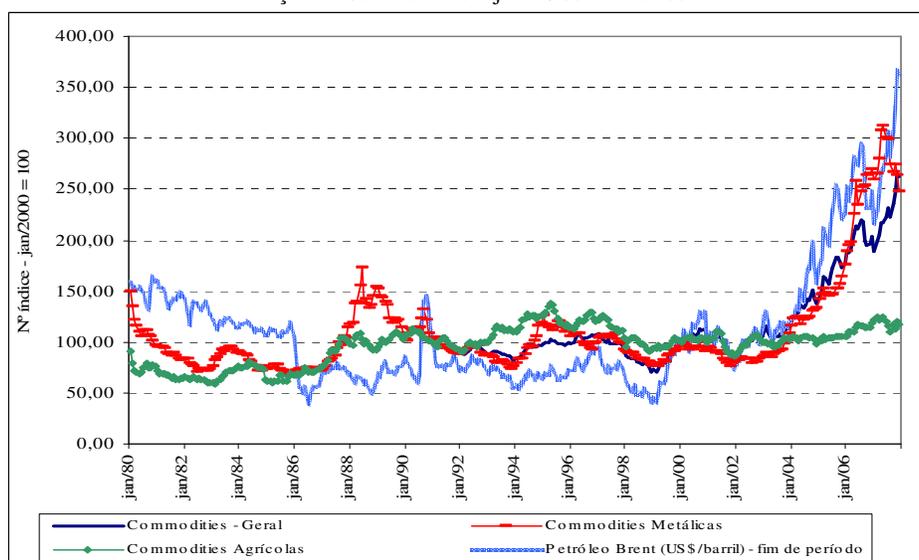
Tabela 1
Países emergentes: fluxos de capitais privados e saldo de transações correntes (US\$ bilhões)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
F. Líquido Capital Privado	205,8	98,9	51,7	61,0	89,1	102,2	170,9	242,5	269,8	255,7	628,8
Inv. Estrangeiro Direto	148,9	158,3	157,6	153,4	175,6	163,1	152,4	194,5	246,9	242,4	304,9
Portfólio	58,4	22,8	-1,2	-13,8	-45,0	-40,3	7,6	43,7	14,8	-33,8	103,1
Outros (a)	-1,6	-82,1	-104,7	-78,5	-40,6	-20,2	12,4	5,9	10,0	49,0	222,9
Conta Corrente	-84,7	-114,8	-21,2	86,9	41,1	76,6	144,3	213,6	439,5	606,7	630,9
Ásia	7,7	49,3	38,3	38,5	36,7	64,8	82,6	89,2	161,4	277,5	383,5
América Latina	-66,9	-90,6	-56,4	-48,3	-54,0	-16,0	7,7	20,8	35,0	45,4	16,4
Oriente Médio	10,7	-25,2	14,0	71,5	39,9	30,3	59,1	97,1	200,3	247,3	274,6
Eur.Central e Oriental (b)	-21,1	-19,3	-25,8	-31,3	-15,8	-24,0	-37,2	-59,3	-61,3	-90,9	-121,5
CEI (c)	-8,9	-9,7	23,8	48,3	33,1	30,2	36,0	63,8	88,3	97,8	76,1
África	-6,2	-19,4	-15,0	8,3	1,3	-8,6	-3,9	2,0	15,8	29,6	1,6
<i>Memorandum</i>											
China	34,4	31,6	15,7	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	249,9	360,7
Índia	-3,0	-6,9	-3,2	-4,6	1,4	7,1	8,8	0,8	-10,3	-9,8	-19,3
Rússia	-2,6	-2,1	24,6	46,8	33,9	29,1	35,4	59,5	84,4	94,3	76,6
Brasil	-30,5	-33,4	-25,3	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	13,6	3,6

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Abril 2008 e September 2005. Table 28 e Table 32 of the Statistical Appendix. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

Notas: a) Inclui empréstimos bancários, emissão de bônus, *commercial papers*, *notes* etc.; b) Inclui a Rússia; c) Comunidade dos Estados Independentes. Inclui a Mongólia.

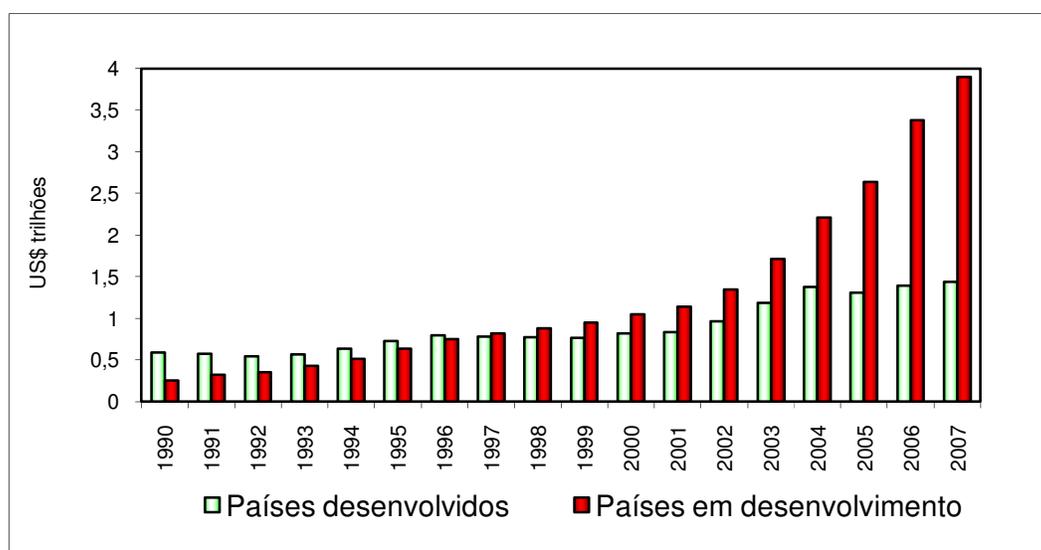
Gráfico 1
Preço das *Commodities* – jan./1980 a dez./2007



Fonte: The Economist e WTRG Economics.

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

Gráfico 2
Reservas Internacionais – 1990 a 2007



Fonte: IMF, *International Financial Statistics* (<http://www.imf.org>).

Os influxos de moeda estrangeira em uma economia geram efeitos tanto positivos como negativos, o que pode estar relacionado ao tipo ou ao volume do fluxo. Superávits comerciais e alguns tipos de investimento direto externo (*greenfield*) são considerados fluxos de maior qualidade que os investimentos de portfólio e o vinculado a fusões ou aquisições, por não estarem sujeitos a reversões bruscas (*sudden stop*) e por terem efeitos dinâmicos mais diretos sobre a renda e o investimento.

Assim, fluxos provenientes dos saldos comerciais e do investimento direto externo tendem a reduzir as restrições externas das economias em desenvolvimento. A ampliação da capacidade de importação abre possibilidade de incorporação tecnológica e conseqüente ganho de produtividade; por outro lado, a acumulação de reservas, ao permitir a redução da vulnerabilidade externa, também diminui o grau de volatilidade de

importantes preços macroeconômicos, como taxa de câmbio e taxas de juros, cuja maior previsibilidade facilita o cálculo econômico dos agentes e cria ambiente propício às decisões de investimento.

A outra face do processo de internalização dos fluxos de divisas consiste em desafios como a excessiva pressão à valorização da taxa de câmbio em função do volume de recursos em um determinado período. A apreciação da moeda doméstica prejudica o desempenho dos setores exportadores e pode levar a um processo de substituição de bens produzidos internamente por similares importados, colaborando, assim, com a desintegração de cadeias e simplificação da estrutura produtiva da economia.

A formação das reservas em divisas também coloca desafios à autoridade monetária referentes aos impactos sobre a regulação da liquidez doméstica e ao seu custo de financiamento. O fato de que as compras de divisas são feitas contra entrega da moeda doméstica encerra um dilema constituído pela necessidade de esterilizar, total ou parcialmente, esses recursos, mediante a colocação de títulos públicos. Conhecida como intervenção esterilizada, este tipo de operação apresenta, pois, 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. Dessa maneira, deve ser definido um arranjo de políticas que permita uma gestão macroeconômica temporalmente consistente desses fluxos de forma a minimizar os desafios impostos.

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

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

Esse arranjo, na prática, apresenta diferentes desdobramentos que o problematizam. Em primeira instância, a apreciação cambial e a ampliação das importações podem levar a efeitos não desejados, como mencionados anteriormente, sobre

a estrutura produtiva da economia. Por outro lado, a não formação de reservas não é uma possibilidade concreta num ambiente de liberalização financeira e comercial em um sistema monetário internacional hierarquizado. A estabilidade da taxa de câmbio e a redução da vulnerabilidade externa passam pelo acúmulo de reservas internacionais, seja qual for o regime cambial, exceto para o país emissor da moeda dominante, os EUA (Eichengreen, 2004). Sob câmbio flexível, contudo, as intervenções podem não ser constantes, permitindo que menor volume de divisas seja comprada ou vendida pelo banco central. As experiências históricas, assim, demonstram que na maioria dos casos a adoção do regime de câmbio flutuante convive com algum grau de intervenção do banco central sobre a taxa de câmbio, consistindo, na verdade, num regime de “flutuação suja”, como é conhecido na literatura.⁷

A posição marginal das moedas dos países emergentes nos mercados financeiros internacionais, num ambiente de livre mobilidade de capitais, tem exigido dos bancos centrais volumes expressivos de reservas cambiais para fazer frente a movimentos especulativos e choques externos (Eichengreen, 2004). A persistência do ambiente favorável ao saldo comercial dos emergentes dos últimos anos não só permitiu a formação dessas reservas, reduzindo a volatilidade da taxa, mas também exerceu pressões para a valorização das moedas desses países. O nível de liquidez internacional tem, por sua vez, colaborado com a intensificação desse movimento de apreciação. A prática de se tomar dinheiro barato em países desenvolvidos, como Japão e Suíça, e comprar ativos de maior rentabilidade como os denominados em moedas de países emergentes tem sido recorrente.

O acúmulo de reservas suscitou discussões a respeito do grau de abertura financeira, da forma com que tais reservas vêm sendo adquiridas e sua gestão. Premidos por elevados fluxos especulativos, em parte oriundos das operações de *carry trade*, que provocam intensa apreciação cambial com danosas repercussões macroeconômicas, diversos países têm adotado medidas para restringir sua entrada. Por muito tempo estigmatizadas como heterodoxas, tais medidas passaram a ser consideradas aceitáveis inclusive pelas agências de classificação de riscos (*rating*) que concederam o “grau de investimento” à Colômbia poucas semanas depois de sua adoção.

Outros países têm lançado mão da tributação das exportações, cujos recursos são canalizados para fundos de estabilização. Os recursos desses fundos são acumulados em períodos de alta dos preços das exportações e utilizados para eliminar, ou pelo menos atenuar, os impactos de sua queda. Mas, esses recursos estão expressos nas divisas obtidas

(7) Para um levantamento mais detalhado sobre as diferentes tipologias de regimes cambiais presentes na literatura contemporânea, ver De Conti e Valente (2007).

com a atividade exportadora e nem sempre transitam pelo mercado de câmbio. Nos países em que a legislação impede o pagamento do tributo em divisas, a compra passa pelo mercado de câmbio, mas dispensa esterilização porque é paga com moeda nacional previamente arrecadada. Seja como for, eles permitem a expansão das reservas⁸ sem o custo fiscal das intervenções esterilizadas.

Outra maneira de reduzir o custo fiscal da formação de reservas tem consistido em estratégias de gestão que ampliem o retorno da aplicação desses recursos nos mercados financeiros internacionais por meio dos *sovereign wealth funds* (SWF). Esses fundos são constituídos geralmente por parte das reservas oficiais que serão aplicadas num conjunto de ativos mais diversificados e, portanto, sujeitos a maiores riscos.

É importante destacar desde o princípio que não existe uma definição consensual para os *sovereign wealth funds* (USDT, 2007).⁹ Na literatura disponível, o conceito ora se refere aos fundos de estabilização ora ganha características de *saving funds*, isto é, de fundos formados a partir da tributação das atividades relacionadas a recursos naturais com objetivo de conservação da riqueza para gerações futuras. Na maior parte das vezes os *sovereign wealth funds* são formados a partir de reservas soberanas, como mecanismo de diversificar sua aplicação. Com a valorização recente das *commodities*, a gestão dos fundos de estabilização e *saving funds* tem se aproximado da gestão dos SWF. A diferença de objetivos e de forma de captação de recursos, no entanto, justifica a separação conceitual

(8) O FMI (1993) define as reservas oficiais como “*those external assets that are readily available to and controlled by the monetary authorities for direct financing of payment imbalances, for indirectly regulating the magnitude of such imbalances through intervention in exchange markets to affect the currency exchange rate, and for other purposes*”. A partir dessa definição, USDT (2007) afirma que a inclusão dos recursos dos fundos de estabilização ou dos SWF nas reservas soberanas está condicionada a dois aspectos, pela natureza de seus ativos, que devem apresentar elevada liquidez para serem consideradas reservas, ou por jurisdição que disponibiliza esses recursos à autoridade monetária diante de necessidades de financiamento de balanço de pagamentos.

(9) O Departamento do Tesouro americano classifica os fundos de riqueza soberana de acordo com a origem dos recursos. Por esse critério, haveria dois tipos de fundos: *commodity*, com recursos provenientes de impostos ou receitas sobre exportação de *commodities* – petróleo, gás, metais, minerais e alimentos –, e *non-commodity*, com recursos transferidos das reservas oficiais acumuladas a partir de expressivos superávits em transações correntes, obtidos com exportações de manufaturados (USDT, 2007). A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por sua vez, não os classifica nem por origem dos recursos nem por objetivos (como faz o FMI, ver abaixo). Sugere que os fundos soberanos seriam ativos de propriedade e administração direta ou indireta de governos para alcançar diferentes objetivos nacionais. Os recursos seriam provenientes das reservas internacionais, da comercialização de recursos naturais escassos e de receitas tributárias, estando em sua maior parte aplicada em ativos estrangeiros. Essa classificação exclui os fundos de reserva para aposentadoria, criados e geridos diretamente pelos governos (*Sovereign Pension Reserve Funds*, SPRF) em separado do sistema de seguridade social (Blundell-Wignall et al., 2008).

em pelo menos três tipos de fundos: fundos de estabilização, *saving funds* e *sovereign wealth funds* (ver Quadro 1).¹⁰

Quadro 1
Classificação dos Fundos Cambiais

Fundos Cambiais	Tipos	Objetivos
Fundos Cambiais	Fundos de Estabilização	estabilizar orçamento público
		estabilizar taxa de câmbio
		regular liquidez doméstica
	<i>Saving Funds</i>	transferência intergeracional de riqueza
	<i>Sovereign Wealth Funds</i>	diversificação de risco
elevação da rentabilidade		

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

Os 41 principais fundos – classificados como *commodity* e *não-commodity* – já constituídos totalizariam cerca de US\$ 3,2 trilhões em meados de 2007, aplicados em títulos de dívida pública e privada, ações, imóveis, fundos *private equities* e derivativos

(10) Salienta-se que o FMI (IMF, 2007, p. 46) procurou alargar um pouco essa taxionomia, a partir dos objetivos dos fundos, para incluir novos fundos para o desenvolvimento socioeconômico. Segundo o IMF (2007, p. 46), os fundos poderiam ser:

a) fundos de estabilização (*stabilization funds*) – constituídos por países ricos em recursos naturais para proteger o orçamento fiscal e a economia doméstica das oscilações dos preços dos produtos primários (sobretudo petróleo). Os fundos acumulam ativos durante os anos de receitas fiscais (elevados preços) abundantes para se preparar para os períodos de reversão;

b) fundos de poupança (*saving funds for future generations*) – destinam-se a compartilhar a riqueza entre as gerações. Nos países ricos em recursos naturais, os fundos de poupança transferem ativos não-renováveis para um portfólio diversificado de ativos financeiros para suprir futuras gerações ou outros objetivos de longo prazo;

c) companhias de investimentos de reservas (*reserve investment corporations*) – fundos constituídos como instituições separadas para reduzir o custo de carregamento negativo de manter reservas ou para seguir políticas de investimento com elevado retorno. Normalmente, os ativos nessas operações ainda são considerados como reservas;

d) fundos para o desenvolvimento (*development funds*) – alocam recursos para financiamento de projetos socioeconômicos prioritários – em infra-estrutura ou em política de desenvolvimento industrial – a fim de ampliar o potencial de crescimento dos países; e) fundos de reserva para o sistema de aposentadoria (*contingente pension reserve funds*) – identificam-se recursos para o sistema de aposentadoria na contabilidade do setor público.

financeiros (Kern, 2007, p. 3).¹¹ Os fundos de maior patrimônio eram os dos Emirados Árabes, Cingapura, Noruega, Arábia Saudita, Kuwait, Rússia e China, com mais de US\$ 100 bilhões de ativos (ver Tabela 2). Nessa estimativa, seis fundos eram de propriedade de governos de países industrializados – Austrália, Canadá, Irlanda, EUA, Noruega e Nova Zelândia –; o restante, de governos de economias em desenvolvimento.

Tabela 2
Visão geral os fundos cambiais (*Sovereign Wealth Funds*) – 2007

País	Fundo	Ativos (US\$ bi)	Ano de Início	Fonte
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	Petróleo
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	Não produtos primários
Noruega	Government Pension Fund - Global (GPF)	322	1990	Petróleo
Arábia Saudita	Vários fundos	300	nd	Petróleo
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953	Petróleo
China	China Investment Company Ltd.	200	2007	Não produtos primários
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998	Não produtos primários
Rússia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003	Petróleo
China	Central Hujin Investment Corp.	100	2003	Não produtos primários
Cingapura	Temasek Holdings	108	1974	Não produtos primários
Austrália	Australian Government Future Fund (AGFF)	50	2004	Não produtos primários
Líbia	Reserve Fund	50	nd	Petróleo
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	40	2000	Petróleo
EUA	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	40	1976	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	35	1983	Petróleo
Irlanda	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29	2001	Não produtos primários

Continua...

(11) Os fundos de riqueza soberana originaram na década de 1950 (ver Gráfico 1 no Anexo). Em fevereiro de 1953, o Kuwait Investment Board foi estabelecido em Londres com o objetivo de investir o superávit das receitas provenientes do petróleo a fim de reduzir a dependência do país aos recursos naturais finitos. Substituído em 1965 pelo Kuwait Investment Office (KIO), uma subsidiária do Kuwait Investment Authority (KIA), a organização que administra atualmente uma parte considerável do Future Generation Fund, no qual o Estado do Kuwait aloca anualmente 10% das receitas petrolíferas. O KIO atua como um investidor global, com investimentos nas principais áreas geográficas e classes de ativos. Adota uma estratégia de longo prazo nos investimentos, de acordo com um *benchmark* (dentro de parâmetros específicos de riscos) (Kern, 2007, p. 4; Gieve, 2008, p. 2). Apesar de os fundos soberanos de investimentos existirem desde a década de 1950, o termo e a sigla *Sovereign Wealth Funds* (SWF) foram criados apenas em 2005, quando o volume global de reservas internacionais havia dobrado em relação a 2001, para US\$ 4,2 trilhões. Esses recursos superavam as necessidades dos países de ativos líquidos a fim de enfrentar possíveis turbulências externas; levando os governos a buscarem canais mais lucrativos de investimentos.

Tabela 2 – Continuação

País	Fundo	Ativos (US\$ bi)	Ano de Início	Fonte
Algéria	Reserve Fund	25	nd	Petróleo
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	20	2006	Não produtos primários
Malásia	Khazanah Nasional BHD (KNB)	18	1993	Não produtos primários
Cazaquistão	Kazakhstan National Fund (KNF)	18	2000	Petróleo, gás, metais
Canadá	Alberta Heritage Fund (AHF)	17	1976	Petróleo
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15	2000	Não produtos primários
EUA	New Mexico State Investment Office Trust Funds	15	1958	Não produtos primários
Irã	Foreign Exchange Reserve Fund	15	1999	Petróleo
Nigéria	Excess Crude Account	11	2004	Petróleo
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	10	2003	Não produtos primários
Omã	State General Stabilisation Fund (SGSF)	8,2	1980	Petróleo, gás
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	6,0	2007	Cobre
Botsuana	Pula Fund	4,7	1993	Diamantes e outros
Noruega	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	2,6	1986	Petróleo
Azerbaijão	State Oil Fund	1,5	1999	Petróleo
Timor Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	1,2	2005	Petróleo, gás
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	0,8	1998	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	0,6	1956	Fosfatos
Chile	Chile Pension Reserves Fund	0,6	2007	Cobre
Uganda	Poverty Action Fund	0,4	1998	Assistência Externa
Papua-Nova Guiné	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	0,2	1974	Minérios
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,0	2006	Petróleo, gás
Emirados Árabes Unidos	Dubai Intern. Financial Centre Investments (DIFC)	nd	2002	Petróleo
Angola	Reserve Fund for Oil	nd	2007	Petróleo
Total		3.190,00		
<i>Memo: Projetos de Sovereign Wealth Funds</i>				
China	State Foreign Exchange Investment Corporation (SFEIC)	200	2007e	Não produtos primários
Rússia	Future Generations Fund of the Russian Federation (SFRF)	32	2008e	Petróleo
Bolívia	(Estabelecimento de SWF planejado)	nd	2008e	Gás natural
Japão	(Estabelecimento de SWF planejado)	nd	nd	Não produtos primários
Total (inclui memo)		3.422,00		

Fonte: Diversas fontes públicas, apud Kern (2007, p. 3). Os dados sobre o volume de ativos administrados refletem os valores mais recentes divulgados em relatórios das próprias instituições ou de outras fontes autorizadas (Relatórios de 2004 a 2007).

Na verdade, como os fundos soberanos não divulgam informações detalhadas sobre suas operações, o total dos seus ativos não pode ser quantificado com precisão. Para Jen e St-Arnaud (2007), o patrimônio dos fundos soberanos somavam US\$ 2,3 trilhões, sendo que, por enquanto, cerca de 90% desses recursos não eram captados por meio das reservas oficiais dos países, mas mediante tributação sobre setores específicos (petróleo, gás natural e cobre). Para o IMF (2007, p. 45), entre US\$ 1,9 trilhão e US\$ 2,9 trilhões (ver Tabelas 1 e 2 no Anexo).¹² Comparativamente, o montante gerido pelos fundos de riqueza soberana seria inferior aos US\$ 54,9 trilhões dos investidores institucionais (US\$ 21 trilhões em fundos de investimento, US\$ 17,9 trilhões em fundos de pensão e US\$ 16 trilhões em companhias de seguro) e superior aos dos *hedge funds* (entre US\$ 1 trilhão e US\$ 1,5 trilhão). De acordo com Gieve (2008, p. 3): “*though they have more assets under management than hedge funds they have smaller investments since they are not leveraged*”.¹³ Segundo projeções do IMF (2007, p. 45), o total dos recursos administrados pelos fundos deverá apresentar um crescimento entre US\$ 800 bilhões e US\$ 900 bilhões por ano. Com isso, os ativos totais dos fundos soberanos atingirão US\$ 12 trilhões em 2012.¹⁴

1 Saving Funds

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

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

(13) Para Kern (2007, p. 7): “*Unless regulated otherwise, SWFs are not subject to investment rules with respect to certain asset classes or currency exposures as they are known for private pension or investment funds. In terms of the range of their investment options, SWFs are therefore more similar to hedge funds than to the regulated fund industry. At the same time, and as emphasised by many SWFs especially of the savings-fund type, their investment horizon can be considered as rather long term, whereas purely speculative elements are understood not to play a dominating role in their investment strategies. This may be interpreted as differentiating the asset management by SWF from that of hedge funds. In practice, the asset allocation e.g. of Norway’s Government Pension Fund – Global, one of the largest single state investment funds, very much resembles that of a typical pension fund. Other funds, again, have been observed to be pursuing significant stakes in selected companies on a discretionary basis, mostly with a passive approach to management intervention but at times also direct involvement, very much resembling investment strategies typically associated with private equity funds*”.

(14) Fernandez e Eschweiler (2008), da equipe do JPMorgan Research, projetaram, em um cenário favorável, uma taxa de crescimento anual de 20% para os fundos soberanos, cujos ativos atingiriam US\$ 9,3 trilhões em 2012. Em um cenário menos favorável, a taxa de crescimento anual seria inferior a 11%, totalizando US\$ 5 trilhões em 2012.

Na maioria das vezes, o caráter intergeracional dos *saving funds* também acompanha os fundos de estabilização. Esses fundos de estabilização que também têm a conservação da riqueza natural sob forma de ativos financeiros como um de seus objetivos faz com que, em termos ideais, o montante de recursos a ser utilizado como política de estabilização deva ser restringido ao retorno real sobre o patrimônio do fundo ou, pelo menos, convergir para esse valor ao longo do tempo (Bergo, 2007; Eriksen, 2006 e Fasano, 2000).

O *Future Generations Fund*, criado em 1976, pelo governo do Kuwait, a partir do seu fundo de estabilização, e o *Alaska Permanent Fund*, também de 1976, são exemplos de *saving funds*, assim como o fundo a ser criado pela Rússia em 2008.

O fundo norueguês, por seu turno, caso emblemático das experiências com fundos cambiais, consiste num fundo de estabilização que também possui o objetivo de conservação intergeracional de riqueza. Em 2006, o nome do fundo foi alterado de *Government Petroleum Fund* para *Government Pension Fund – Global* (GPF-G) para, inclusive, enfatizar seu caráter intergeracional. O fundo criado por Trinidad e Tobago, o *Heritage and Stabilization Fund*, também conserva esse objetivo duplo, assim como o GPF-G da Noruega.

1.1 Alaska

Formação

O *Alaska Permanent Fund* (APF) foi criado pelo Estado americano do Alaska em 1976, quando a elevação do preço do petróleo nos mercados internacionais indicava uma expressiva arrecadação com impostos, *royalties* e outros direitos sobre as atividades relacionadas ao setor. Conforme havia acontecido no início daquela década, quando o arrendamento dos poços de petróleo da região de Prudhoe Bay proporcionou uma receita quase nove vezes superior ao orçamento anual do Estado, foi recolocado o debate sobre qual a finalidade dos recursos extraordinários.

Após a criação do fundo, por meio de emenda constitucional, duas correntes de pressão política se formaram. Uma defendia a utilização dos recursos para criar e melhorar a infra-estrutura pública e incentivar a diversificação produtiva, de maneira a tornar a economia do Estado menos dependente do petróleo; isto é, o fundo deveria funcionar como um banco de investimento. A outra frente, vitoriosa, pleiteava a preservação da riqueza acumulada no fundo com vistas à sua apropriação pelas gerações futuras. Assim, em 1980, foi criada a *Alaska Permanent Fund Corporation* (APFC), que passou a gerir os recursos do fundo, sob dois objetivos: preservar seu patrimônio e maximizar os rendimentos sobre esses recursos.

Captação

De acordo com a lei aprovada em 1976, pelo menos 25% das receitas obtidas com as atividades relacionadas à exploração e comercialização do petróleo (*lease rentals*, *royalties*, receitas fiscais e outros direitos) pelo Estado do Alaska devem ser depositados no fundo. Assim, separa parte significativa da receita do petróleo do orçamento do governo, garantindo que não seja utilizada para cobrir despesas correntes. Somente por meio de emenda constitucional essa regra pode ser alterada, tendo de ser aprovada em votação majoritária junto à população do Estado.

Gestão e uso dos recursos

Os recursos administrados pela *Alaska Permanent Fund Corporation* são constituídos de duas partes, referentes ao principal, isto é, ao montante acumulado a partir das transferências do Estado para o fundo e à *Realized Earning Account* que contabiliza a massa de recursos proveniente do rendimento das aplicações do capital. A primeira parte, também conhecida como *Reserved Assets*, não pode ser gasta e deve ser aplicada de acordo com as diretrizes definidas pelo conselho da APFC. A segunda parte, os rendimentos, tem uso mais flexível. Uma parcela deve ser distribuída, anualmente, como dividendo para os habitantes do Alaska, por meio do *Permanent Fund Dividend Division* que administra o programa de distribuição desses recursos; o excedente pode ser usado conforme definição do poder legislativo do Estado que, inclusive, pode decidir reinvesti-lo no fundo.

O programa de dividendos foi criado em 1982, com intuito de estimular o interesse dos cidadãos na preservação do fundo. Desde a criação desse fundo, 42% dos rendimentos foram gastos com o pagamento de dividendos e o restante foi retido no fundo como reinvestimento. Em 1999, por exemplo, todo cidadão residente no Alaska recebeu US\$ 1.770 por meio do programa de dividendos. Em 2006, US\$ 1.106. Essas transferências têm assumido papel importante no rendimento anual de alguns setores da sociedade, especialmente nas zonas rurais (Rasmuson, 1993 e Fasano, 2000).

A meta de longo prazo estabelecida para a APFC é a obtenção de um retorno real de 5%, em média; contudo, desvios de curto prazo podem ocorrer. Inicialmente, os investimentos consistiam na compra de títulos da dívida pública americana. Gradativamente, o universo de aplicações permitidas foi se ampliando. Em 1983, foram possibilitadas aplicações em ações e imóveis em território americano; em 1990, o fundo se internacionalizou a partir da permissão de compra de ações e títulos de dívida de outros países. Em 2000, maior flexibilização e diversificação das aplicações do fundo foi concedida. Nesse ano, foi autorizada a alocação da maior parte dos recursos do fundo nos mercados acionários; em 2004, *hedge funds* e fundos de *private equity* passaram a fazer

parte das possibilidades de investimento do *Alaska Permanent Fund*. Finalmente, em 2005, a alocação de portfólio deixou de ser determinada por lei e passou a obedecer a princípios de risco/retorno e a seguir diretrizes definidas anualmente pelo conselho do fundo.

Em 2005, as diretrizes do *Board's Investment Consultant* indicavam uma composição de portfólio como o mostrado na Tabela 3. A partir dessa determinação, os ativos deveriam ser compostos de maneira a se obter um rendimento anual mínimo de 5%, em termos reais, incorrendo em menor risco possível. Caso o fundo não obtenha essa taxa de retorno, fica obrigado a conseguir taxas maiores no futuro de maneira que ao longo do tempo sua taxa média de retorno atinja a exigida. A média móvel para dez anos, calculada pela *Alaska Permanent Fund Corporation* a partir de 1992, mostra que a meta de 5% real tem sido obtida e ultrapassada em alguns períodos (ver Tabela 4).

Tabela 3
Carteira Teórica do *Alaska Permanent Fund* para 2005

Categorias de ativos	Meta	Flexibilidade Operacional
Ações	54%	+/- 10%
Renda Fixa	26%	+/- 6%
Em US\$	23%	+/- 6%
Outras moedas	3%	+/- 3%
Infra-estrutura	2%	+/- 2%
Imóveis	10%	+/- 3%
<i>Private Equity</i>	4%	+/- 4%
<i>Hedge Funds</i>	4%	+/- 4%

Fonte: APFC (2005). <http://www.apfc.org/resolutions/pdf/Res_07-03AA.pdf?s=5>.

Além do Permanent Fund, o Alaska também possui um fundo de estabilização, constituído em 1990, após a queda do preço do petróleo nos anos 1980. O *Constitucional Budget Reserve Fund (CRF)* foi constituído a partir de *royalties* sobre a exploração das reservas petrolíferas e seu objetivo é suplementar as receitas do governo em períodos de déficit orçamentário. A legislação do Alaska limita o montante que o Estado pode tomar emprestado do fundo, estabelecendo tetos anuais de transferência, embora possam ser revistos. A forma de captação do fundo, todavia, reduz sua capacidade de agente estabilizador; isso porque não está relacionada aos movimentos do mercado petrolífero (aos preços), mas sim à cobrança de taxas e *royalties* previamente estabelecidas. O uso dos recursos, contudo, não está limitado a nenhum tipo de gasto específico, que deve ser estabelecido em votação pelo poder legislativo.

Tabela 4
Taxas de retorno do *Alaska Permanent Fund* – 1992 a 2006

	1992-2001	1993-2002	1994-2003	1995-2004	1996-2005	1997-2006
Retorno nominal	10,1	8,6	7,8	9,1	8,7	8,5
Inflação	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Retorno Real	7,3	6,0	5,3	6,6	6,2	6,0

Fonte: *Alaska Permanent Fund Corporation* <<http://www.gov.state.ak.us/omb/results/view.php?p=150>>.

O fato de o Alaska não ser um Estado nacional e ter como moeda o dólar americano, limita o caráter estabilizador do fundo, uma vez que a volatilidade do mercado de petróleo não impõe desafios quanto à gestão cambial e monetária. Assim, são as receitas públicas a variável a ser estabilizada.

2 Fundos de estabilização

Os “fundos de estabilização” foram criados por países cujas economias são dependentes da evolução do mercado externo de alguns poucos produtos, sujeitos a choques, decorrentes, em grande medida, das oscilações de preço. Esse é o caso das economias exportadoras de petróleo, como Emirados Árabes, Kuwait, Irã, Noruega, Rússia, Venezuela, entre outros países que, inclusive, têm sua dependência em relação a outras *commodities*, como o cobre no Chile. Na Noruega, por exemplo, as atividades relacionadas com o petróleo representavam 25% do PIB, 51% das exportações e 36% das receitas públicas em 2006. Em Trinidad e Tobago, a dependência é ainda maior: 45% do PIB, 91% das exportações e 62% da receita pública (Mihaljek, 2005; Bergo, 2007 e Williams, 2007).

O caráter estabilizador desses fundos envolve diferentes aspectos que juntos buscam atenuar os efeitos cíclicos dos mercados das principais *commodities* sobre o restante da economia. Assim, a operação desses fundos leva a uma maior estabilidade das receitas públicas, da taxa de câmbio¹⁵ e da liquidez doméstica.

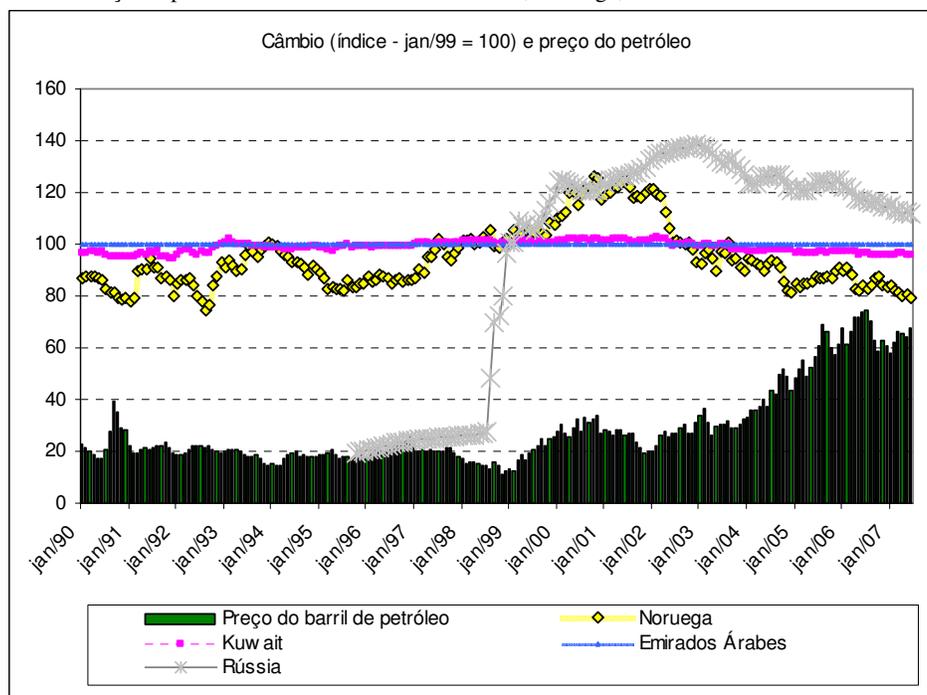
De maneira geral, os fundos de estabilização recebem aportes periódicos de recursos provenientes dos impostos sobre as atividades relacionadas à *commodity* principal

(15) O uso de fundos para intervenção cambial também é adotado por outros países. Os EUA, por exemplo, possui o *Exchange Stabilization Fund*, instituído pelo Gold Reserve Act (1934), com o propósito de estabilizar o valor de troca do dólar. A partir de 1963, o fundo passou a custodiar os estoques de moeda estrangeira de propriedade do Tesouro e teve papel importante junto ao Federal Reserve na ativa política cambial americana da década de 1970. Atualmente o *Exchange Stabilization Fund* tem um patrimônio de US\$ 46,1 bilhões aplicado em moedas estrangeiras, *Treasuries* e Direitos Especiais de Saque do FMI. De acordo com a emenda de 1970 ao Gold Reserve Act “*the Department of the Treasury has a stabilization fund (...) consistent with the obligations of the Government in the International Monetary Fund (IMF) on orderly exchange arrangements and an orderly system of exchange rates, the Secretary (...), with the approval of the President, may deal in gold, foreign exchange, and other instruments of credit and securities*”. Para maiores informações, consultar: <<http://www.ustreas.gov/offices/international-affairs/esf/>>.

(petróleo, cobre, gás natural etc.). Dessa maneira, busca-se evitar a elevação excessiva dos gastos públicos financiados a partir das receitas adicionais obtidas com a fase expansionista do mercado internacional, o que levaria a déficits fiscais na fase contracionista do ciclo (Fasano, 2000).

Os recursos administrados pelo fundo de estabilização costumam ser aplicados em ativos denominados em moeda estrangeira. Nos períodos favoráveis à exportação, a tendência de apreciação da moeda doméstica é arrefecida pela ampliação das transferências ao fundo que são direcionadas ao sistema financeiro internacional. Nos períodos de contração das exportações, ao ser acompanhado por queda de receita do Estado (dado o peso do setor da *commodity*), ampliam-se as transferências de recursos do fundo para o orçamento, reduzindo o déficit público e contrabalanceando a queda de fluxo de divisas, o que tende a atenuar a desvalorização cambial e a queda do produto (ver Figura 1). Os efeitos sobre o câmbio vão depender do regime cambial adotado; países com regimes flexíveis ainda demonstram tendência à apreciação em momentos favoráveis, mas por meio de movimentos menos intensivos que o do preço de sua principal *commodity*. Este é o caso, por exemplo, da Rússia e da Noruega. Kuwait e Emirados Árabes mantêm câmbio fixo (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
Preço do petróleo e taxas de câmbio da Rússia, Noruega, Kuwait e Emirados Árabes



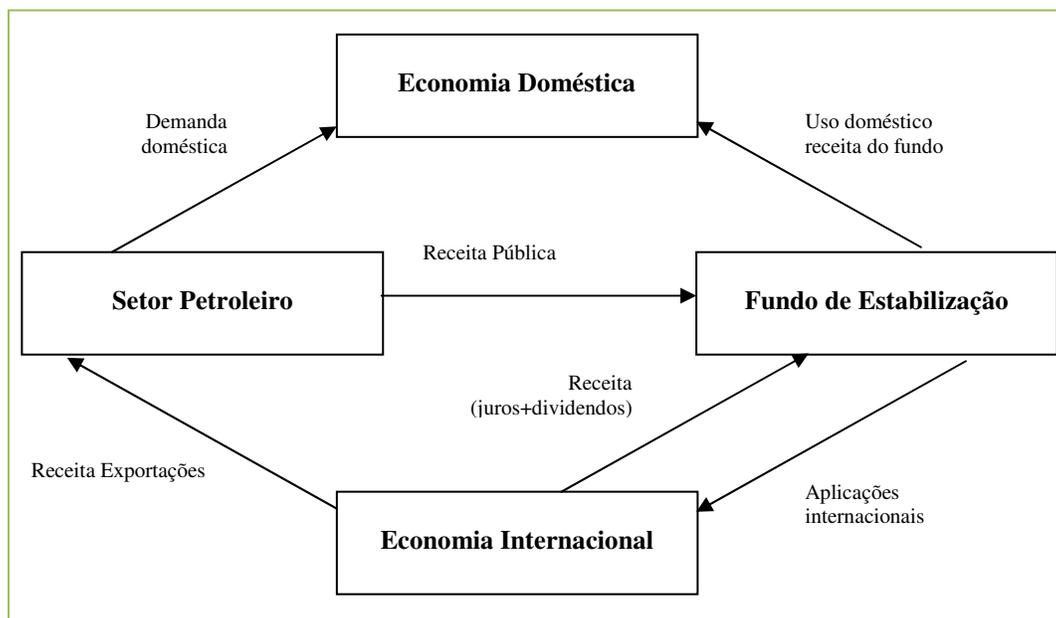
Fonte: IMF, *International Financial Statistics*, e U.S. Department of Energy.

Deve-se destacar que as transferências entre o setor público e o fundo obedecem a mecanismos diferentes em cada país que permitem maior ou menor discricionariedade ao governo. Em síntese, pode-se afirmar que os fundos de estabilização cumprem, direta ou indiretamente, as seguintes funções concomitantemente: (1) financiamento da política fiscal anticíclica, (2) estabilização da taxa de câmbio e (3) isolamento da política monetária (ver Figura 1).

Apesar de concentrarem o maior volume de recursos, os fundos constituídos pelos países exportadores de petróleo apresentam baixo grau de transparência. Operando geralmente por meio de intermediários financeiros das principais praças financeiras, com destaque para a *City* de Londres, o verdadeiro volume de recursos geridos por esses fundos assim como a composição de seu ativo são pouco conhecidos.

Os Emirados Árabes, de acordo com as estimativas de Jen e St-Arnaud (2007), possuem o maior fundo de estabilização, o *Abu Dhabi Fund*, resultado da grande participação do país nas exportações mundiais de petróleo. Criado pelo governo, em 1971, possuía, em março de 2007, patrimônio de US\$ 875 bilhões (ver Tabela 2).

Figura 1
Esquema Fundo de Estabilização



Fonte: Eriksen (2006). Adaptado.

O fundo foi estabelecido como uma instituição pública autônoma, gerida, a partir de 1976, pela *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), uma agência especial de investimento, considerada um dos maiores investidores institucionais do mundo. Seus recursos foram investidos em ativos de diversos países. Inicialmente, o foco recaiu sobre aplicações de baixo risco. Recentemente, o fundo começou uma proposta de investimento em projetos específicos de fomento em setores estratégicos. Um desses projetos foi iniciado em 2006 por meio da *Masdar Initiative*, um programa de incentivo com objetivo de atrair e coordenar iniciativas de empresas, governos e universidades de diferentes países a fim de desenvolver e comercializar tecnologias para energia renovável. Já foi criado pela ADIA, sob esse programa, o *Clean Technology Fund*, com investimentos de US\$ 250 milhões.

O Kuwait, por sua vez, possui dois fundos. O primeiro deles, o *General Reserve Fund* (GRF), foi fundado em 1960 e ficou responsável pela administração das contas públicas. Além das receitas provenientes dos impostos sobre o petróleo, o fundo gere todas as demais receitas e despesas governamentais. O papel de “caixa” do Estado, desempenhado pela GRF, tem suas transferências com o Tesouro sancionadas por lei. O GRF também é responsável por todos os ativos do governo, incluindo as participações nas empresas públicas como o *Kuwait Fund for Arab Economic Development*, a *Kuwait Petroleum Corporation*, entre outras.

Em 1976, 50% dos recursos do GRF foram alocados em outro fundo, criando o *Future Generations Fund* (FGF). Adicionalmente, 10% de toda receita anual do governo passaram a transferidas para esse fundo, que deve reinvestir todo o retorno das aplicações. Nenhum ativo pode ser retirado desse fundo, a menos que seja sancionado por lei específica (Fasano, 2000).

Ambos são geridos pela *Kuwait Investment Authority* (KIA), que possui autonomia de gestão. Nomeada gestora pelo Ministério de Finança, a KIA realiza investimentos nos mercados domésticos, de outros países árabes e nos mercados financeiros internacionais. A gestão é centralizada no Kuwait, mas possui um escritório em Londres (Fasano, 2000).

O FGF realiza investimentos fora do Kuwait, de acordo com estratégia de diversificação de portfólio. O processo de alocação dos ativos pela KIA baseia-se na participação dos países no Produto Interno Bruto mundial – com exceção de alguns investimentos considerados estratégicos.

Outros países possuem grandes fundos de estabilização baseados nas receitas obtidas com exportações de petróleo. Dentre estes, destacam-se os Emirados Árabes, com o ADIA; Oman, com o *State General Reserve Fund* (SGRF); Trinidad e Tobago, com o *Oil Revenue Stabilization Fund*; e o Irã. O principal objetivo desses fundos é garantir maior estabilidade das receitas auferidas com a exploração de suas jazidas de petróleo. Irã e Oman utilizam os recursos de seus fundos para financiar investimentos de empresas nacionais em geral, no primeiro, e de estatais petrolíferas, no segundo. Os financiamentos às empresas iranianas com esses recursos têm se apresentado como uma alternativa aos mercados financeiros internacionais, cujos *spreads* exigidos refletem a instabilidade geopolítica na qual o país está inserido.

Na América Latina, as experiências com o fundo de estabilização de petróleo ficam por conta de Venezuela, que criou o *Fondo de Estabilización Macroeconómica* (FEM), em 1998, México com o *Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros* (FEIP), instituído em 2000, Colômbia que possui o *Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera* (FAEP), Equador que possui dois fundos, o *Fondo de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público* (FEIREP), criado em 2002, e o *Fondo de Estabilización Petrolera* (FEP) de 1998.

Além do objetivo de estabilização macroeconômica, alguns desses fundos também apresentam outros papéis como financiadores de investimentos em infra-estrutura ou como instrumentos de recompra dos títulos de dívida externa emitidos pelo Estado. A partir do Quadro 1 no Anexo é possível verificar as diferenças institucionais que envolvem a formação e operação de cada um desses fundos latino-americanos. A experiência mais recente é a de Trinidad e Tobago que instituiu o *Heritage and Stabilization Fund* em março de 2007. A captação do fundo está vinculada com a evolução das receitas fiscais obtidas com a exploração das jazidas de petróleo. Sempre que as receitas efetivamente obtidas superarem em 10% as receitas anteriormente estimadas para o trimestre haverá transferência para fundo desse diferencial. Além do objetivo de estabilização, o fundo também funciona como mecanismo de transferência intergeracional de riqueza; por isso, foi determinado um patrimônio mínimo de US\$ 1 bilhão que, quando atingido inviabiliza os saques de recursos para o propósito de estabilização (Williams, 2007).

É o Chile, entretanto, que possui a experiência mais conhecida de criação de fundo de estabilização na América Latina. Instituído em 1987, o *Fondo de Compensación de los Ingresos del Cobre* (FCC) tem como órgão gestor o Ministério da Fazenda. O fundo chileno baseia sua captação nas receitas auferidas com a exploração das jazidas de cobre, o

principal produto de exportação do país. O fundo recebe depósitos quando o preço de mercado do cobre ultrapassa o limite estabelecido pelo Ministério da Fazenda.

O Chile buscou inspiração na experiência norueguesa, desde sua constituição, para a criação de seu fundo, embora só tenha efetivamente acumulado recursos a partir de 2005, quando o preço do cobre triplicou com relação a seu valor de 2004. Em março de 2007, o saldo do fundo era calculado em US\$ 3,9 bilhões (sendo que a captação total do fundo, desde sua criação, havia atingido cifra de mais de US\$ 12 bilhões) (ver Tabela 2 e Tabelas 1 e 2 no Anexo).

Os objetivos do fundo são diversos. Em relação ao aspecto cambial, ao manter os recursos geridos pelo fundo em aplicações internacionais, evita pressões cambiais, contendo, assim, a tendência de apreciação do câmbio em conjunturas favoráveis à exportação de cobre. Possui também objetivos com aspectos fiscais, à medida que esses recursos podem ser utilizados como pagamento de parte da dívida externa chilena, além de permitir que o governo pratique políticas fiscais anticíclicas (Budnevich, 2002).

Em 2005, o então presidente Ricardo Lagos criou um fundo de estabilização do petróleo – o *Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados del Petróleo* (FEPC) – para operar entre outubro de 2005 e junho de 2006, depois que o preço do petróleo subiu cerca de 30%, por causa dos furacões que atingiram o Golfo do México entre agosto e setembro de 2005. O *funding* do fundo de estabilização do Chile é formado a partir da diferença entre um preço internacional, baseado no valor do petróleo WTI (*West Texas Intermediate*), e os custos com refinamento e os impostos que têm de ser pagos no país; desse cálculo se define o preço de referência usado no Chile. A partir disso, é estabelecida uma banda de preço, com desvio de 5% acima ou abaixo do preço de referência. Quando o preço de mercado superar o teto estabelecido, uma taxa é aplicada, sendo equivalente à diferença entre preço-teto e o de mercado; se o preço for menor do que o piso, um crédito é fornecido no mesmo montante da diferença entre o preço-piso e o de mercado (Liberdad y Desarrollo, 2006).

A evolução do patrimônio dos fundos constituídos por países latino-americanos, contudo, demonstram que, à exceção de Trinidad e Tobago, apenas acompanham ou até crescem a ritmos menores que o PIB de seus países, colocando em dúvida sua efetiva capacidade de estabilização macroeconômica em caso de conjunturas adversas (ver Tabela 5).

Tabela 5

Evolução dos saldos de fim de período dos fundos de estabilização de países latino-americanos – 1996 a 2005
(% do PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Chile	2,3	2,3	2,0	1,5	1,0	0,9	0,4	0,1	0,2	0,8
Colômbia	0,0	0,1	0,2	0,6	1,7	1,7	1,7	1,4	1,2	1,6
Equador								0,3	0,4	1,1
México					0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Trinidad e Tobago ¹					1,7	1,7	2,3	3,9	4,5	5,4
Venezuela				0,2	4,0	5,3	3,7	0,8	0,7	0,5

Nota: 1) Antes da criação do Heritage and Stabilization Fund em 2007, Trinidad e Tobago possuía um fundo interino de estabilização sob gestão do Banco Central que não gozava de transparência nas regras que condicionavam os depósitos e saques de recursos.

Fonte: CEPAL, a partir de informações oficiais. A informação sobre o fundo do Equador para 2005 corresponde ao saldo no momento de liquidação do fundo (07/10/2005), apud Jiménez e Tromben (2006).

As dificuldades de gestão macroeconômica dos fluxos de divisas também levaram à constituição de um fundo de estabilização na Rússia, substituindo o antigo esquema de depósitos do governo federal junto ao banco central cujo objetivo era reduzir a forte relação entre o ciclo do petróleo e o nível de gasto público, liquidez doméstica e taxa de câmbio. O governo russo também se inspirou em um dos casos mais paradigmáticos, o do fundo de estabilização norueguês que, além de buscar insular a economia doméstica dos movimentos do preço do petróleo, também tem como objetivo a transferência intergeracional de riqueza; objetivo esse que a Rússia ainda não aufere com o seu *Oil Stabilisation Fund*.

2.1 Rússia

Formação

A partir de 1999 as receitas obtidas com a exploração das jazidas de petróleo e gás natural na Rússia passaram a crescer continuamente, refletindo a valorização do barril de petróleo nos mercados internacionais. O crescente influxo de divisas foi criando desafios à gestão monetária e gerando receitas fiscais superiores às esperadas pelo governo russo. Até 2004, contudo, a expectativa era de um movimento cíclico de curto prazo dos preços do petróleo.

Entre os riscos inflacionários de se financiar o crescimento das reservas de divisas por meio de emissão de moeda nacional e o custo fiscal das operações de esterilização, que

também deveria trazer elevação das taxas de juros domésticas, dada a grande necessidade de emissão de dívida pública, foi encontrado um mecanismo para arrefecer a pressão pela valorização cambial sem a necessidade da intervenção da autoridade monetária. O Ministério das Finanças passou a manter em uma conta especial no Banco Central a maior parte de seus depósitos, denominados em moeda estrangeira. Esses recursos correspondiam por cerca de 40% da oferta de divisas e foram utilizados no pagamento da dívida externa russa, cujo estoque em relação ao PIB caiu de 39,8% em 2001, para 10,8% em 2005 (ver Tabela 6) (Mihaljek, 2005 e OCDE, 2006).

Na prática, esses depósitos funcionavam como um fundo de estabilização: dificultava uma política fiscal pró-cíclica, a rápida expansão monetária e da dívida pública e a forte apreciação cambial. À medida que foi ficando claro que a elevação do preço do petróleo se tratava de um movimento mais persistente, aumentaram as pressões por uma maior transparência e menor discricionariedade na gestão dessas divisas. Assim, no início de 2004, foi criado o fundo de estabilização russo, o *Oil Stabilisation Fund* (Mihaljek, 2005).

Mecanismos

Captação

As fontes de captação do fundo consistem em impostos sobre extração e exportação do petróleo, a partir de um limite estabelecido para o preço internacional do produto, que corresponderia a um preço de equilíbrio de longo prazo. Em 2004, foi estabelecido um preço-limite de US\$ 20/barril. Quando o preço de mercado se verificasse acima desse patamar, os recursos captados por meio dos impostos deveriam ser depositados no fundo; ao cair abaixo desse valor, saques poderiam ser feitos de maneira a complementar o orçamento público. Em 2006, em função do comportamento recente do mercado, o preço-limite foi elevado para US\$ 27/barril.

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (2006) estima que a apropriação pelo Estado das rendas das atividades de petróleo e derivados corresponda, em termos marginais, a 84% de cada US\$ 1 de aumento do preço do petróleo cru acima do patamar de US\$ 25/barril; no caso do gás natural, a apropriação marginal seria de 42%. Segundo Neff (2005), se o preço de mercado exceder o preço de referência, estabelecido em US\$ 27 o barril, 90% do excedente seria transferido para o fundo. Calcula-se que as empresas transferem cerca de 60% de suas receitas para o governo sob a forma de impostos. Deve-se destacar que as exportadoras de petróleo na Rússia são na maioria companhias privadas, enquanto a estatal Gazprom controla a exploração e

exportação de gás natural, sendo responsável por cerca de ¼ do mercado mundial (Mihaljek, 2005).

A definição do preço de referência não está condicionada a nenhuma regra explícita. Estando vinculado ao preço de mercado do petróleo, o preço-limite reflete a estimativa do governo russo do preço médio do óleo no longo prazo (Ignatiev, 2007).

Fundo e Política Macroeconômica

Os recursos do fundo servem a dois propósitos, sendo o primeiro deles saldar o passivo externo do governo russo e o segundo complementar o orçamento público em conjunturas específicas. No caso de o preço do petróleo se estabelecer abaixo do preço-limite (US\$ 27/barril) por mais de um ano, o Fundo deverá transferir recursos para que o governo possa implementar uma política fiscal anticíclica. Como corolário, à medida que os recursos do fundo são mantidos em ativos estrangeiros, essas transferências se traduziriam em oferta de divisas, amenizando a tendência de depreciação do rublo.

Na fase de abundância de divisas, a existência do fundo garantiria a disciplina fiscal, reduzindo os efeitos negativos de uma brusca apreciação da moeda nacional e de pressões inflacionárias. De acordo com OCDE (2006, p. 5): “*stabilization fund can capture, and thus ‘neutralise’, windfall income, the authorities can mitigate exchange rate pressures without stimulating faster money supply growth*”.

Em 2005, aproximadamente US\$ 49 bilhões do total da receita fiscal foram canalizados para o fundo, dos quais US\$ 25 bilhões incorporados ao seu patrimônio, a fim de garantir o orçamento contra futuras quedas no preço do petróleo; US\$ 1 bilhão utilizado para cobrir o déficit no *Russian Federation Pension Fund* e; US\$ 23 bilhões usados para antecipar pagamento de dívida externa (OCDE, 2006, p.3).

Tabela 6
Evolução da Dívida Pública Russa em % PIB – 2001 a 2005

	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida Pública	45,5	36,1	29,5	22,4	14,8
Externa	39,8	30,1	24,5	17,9	10,8
Longo Prazo	33,6	25,9	21,0	16,0	8,5
Curto Prazo	6,2	4,2	3,5	2,0	2,3
Interna	5,7	6,0	5,0	4,5	3,9

Fonte: Banco Central da Rússia, Ministério das Finanças apud OCDE (2006).

Em março de 2007, calculava-se um valor patrimonial do fundo de US\$ 100 bilhões. A partir de julho de 2006, seus ativos passaram a ser convertidos numa variedade maior de ativos denominados em moeda estrangeira e, atualmente, está contabilizado na *forex accounts* do Tesouro Federal com o Banco Central.

O uso dos recursos do fundo, contudo, não deve comprometer o limite mínimo estabelecido para seu patrimônio da ordem de 500 bilhões de rublos, o equivalente a US\$ 19,3 bilhões.¹⁶ Essa soma, estabelecida quando da constituição do fundo, garantiria o orçamento por dois anos de perdas de receitas em decorrência da permanência do preço do petróleo em US\$ 15/barril.

Desde sua formação, o funcionamento do fundo de estabilização russo tem sofrido críticas, especialmente pela falta de regras claras para sua capitalização e para o uso de seus recursos. A discricionariedade que o governo russo ainda mantém em definir o preço-limite coloca ressalvas sobre o alcance de estabilização do fundo. Em outras palavras, o preço-limite pode ser estabelecido em um patamar propositalmente mais alto de forma a reduzir o comprometimento das receitas fiscais com a injeção de capital no fundo.

Outras questões também são mencionadas. Recentemente, o petróleo não tem sido a única *commodity* a se valorizar; o preço dos metais também se elevou, colaborando para o influxo de moeda estrangeira na economia russa. Assim, a OCDE (2006) sugere que parte do aumento das receitas (por meio de maiores impostos) de exportação de *commodities* não-combustível (petróleo e gás natural) também seja direcionada ao fundo de estabilização, amenizando a pressão cambial e possibilitando mais diversificação produtiva. Também seria conveniente elevar a quantia mínima de 500 bilhões de rublos, frente à elevação do preço de referência para US\$ 27/barril e o maior crescimento econômico, podendo indexá-la ou à inflação ou ao crescimento do PIB. Esse montante, em 2004, quando foi estabelecido, correspondia a 3% do PIB; em 2006, não passava de 2%.

Por fim, o rápido crescimento¹⁷ do patrimônio do fundo abriu possibilidade para ampliar seus objetivos. Em abril de 2007, o governo russo, mediante proposta formulada por seu ministro de finanças, Alexei Kudrin, decidiu dividir o fundo de estabilização de petróleo (*Oil Stabilization Fund* – OSF) em dois outros: *Reserve Fund*, cujo patrimônio deve ser mantido em 10% do PIB, e, com o excedente dos recursos, o *Future Generations Fund* – FGF. O montante destinado ao *Reserve Fund* foi calculado tendo como base o volume de recursos capaz de sustentar os gastos do governo (*non-oil budget*) por três anos mesmo que o preço do petróleo caia pela metade do preço-limite. Esse terá um portfólio de

(16) Convertido pela taxa de câmbio de fechamento de 01 de junho de 2007, disponibilizado pelo Banco Central da Rússia. Disponível em: <http://www.cbr.ru/eng/currency_base/>.

(17) As transferências para o fundo em 2004 somaram algo como 3,1% do PIB; em 2005, a relação foi de 6,4% (OCDE, 2006).

investimento conservador, aplicado em títulos públicos estrangeiros, semelhante ao portfólio atual do *Stabilization Fund* (composto por *sovereign bonds*, geralmente 45% denominado em dólar – *Treasuries* do governo americano em sua maioria – 45% em euro e 10% em libra esterlina). Já o *Future Generations Fund* (FGF) tem como objetivo investir em ativos de maior risco e que proporcionem maiores retornos sobre o investimento.

A nova estrutura passará a vigorar a partir de fevereiro de 2008, sendo que o *Reserve Fund* comporá parte do total das reservas oficiais da Rússia, que somavam US\$ 357 bilhões em março de 2007. A expectativa é de que quando for implementado, o *Reserve Fund* terá cerca de US\$ 142 bilhões; o FGF, em torno de US\$ 24 bilhões (Jen, 2007a). Diversas mudanças entrarão em vigor a partir do estabelecimento de tal alteração em fevereiro de 2008:

- Todos os impostos que incidem sobre a renda proveniente do petróleo (incluindo aquelas sobre os primeiros US\$ 27 por barril) serão direcionados aos fundos, ao *Oil Stabilization Fund* caso o limite de 10% do PIB ainda não tenha sido atingido ou para o *Future Generations Fund* a partir desse limite;

- Tarifas associadas a transações com gás natural também serão direcionadas aos fundos;

- O Tesouro pode demandar recursos de ambos os fundos, porém o total transferido não poderá exceder a 3,7% do PIB (tal medida será efetivada a partir de 2010);

- A partir de fevereiro de 2008, ambos os fundos serão geridos por uma agência sob supervisão do Ministério de Finanças;

- O FGF terá um portfólio bastante diversificado, incluindo *equities*, *oil options* e outros tipos de ativos não-soberanos.

A gestão do *Future Generations Fund* ainda não foi concedida a nenhum agente em específico. A expectativa é de que o governo russo escolha entre *asset managements* russos ou ocidentais – o que deve atrair uma forte competição para adquirir tal contrato. O FGF perderia o caráter de estabilização e funcionaria como um *saving fund*, isto é, transferiria para gerações futuras parte da renda auferida com a exploração dos recursos naturais no presente.

Ademais, no início de 2007, foram estabelecidas diretrizes para uma maior diversificação da estrutura ativa do fundo, a fim de obter maior retorno sobre seu capital. As propostas defendiam expandir a lista de *securities* nas quais os recursos do fundo poderiam ser investidos e aumentar o número de moedas de denominação dos ativos (Russian News & Information Agency, 2007).

2.2 Noruega

Formação

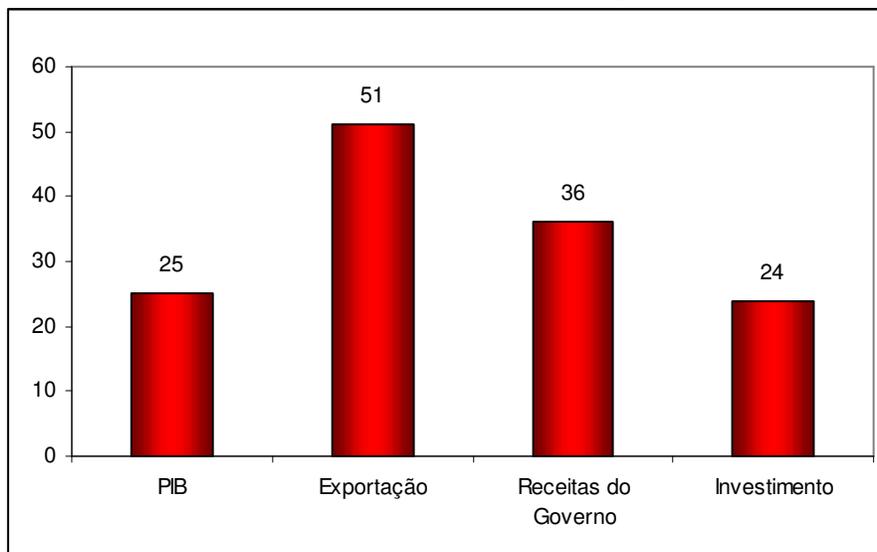
A expressiva concentração da pauta de exportação da Noruega em relação ao petróleo e seus derivados se traduziu em forte correlação entre o desempenho das atividades petroleiras e a economia como um todo (ver Gráfico 4). O petróleo proporcionou grandes influxos de divisas para o país durante o período de 1979/1980, durante as altas no seu preço. No entanto, em momentos de queda drástica do preço do produto, como em 1986, proporcionou efeitos adversos, reforçando a preocupação a respeito da instabilidade macroeconômica que as variações de preço poderiam causar. Dessas preocupações surgiram iniciativas de criar um fundo de estabilização dos efeitos da volatilidade do mercado de petróleo sobre o restante da economia, que aplicaria as receitas fiscais provenientes da exploração desse mineral nos mercados financeiros internacionais. A exploração do petróleo realizada por duas companhias de controle estatal, a Statoil e a Norsk Hydro, cujos conselhos de administração, em dezembro de 2006, recomendaram aos acionistas a fusão das duas companhias. A empresa privada que atuava no setor, a Saga, foi adquirida pela Hydro em 1999. Ambas as companhias têm atuação em diferentes países, especialmente na Europa, e estão listadas na Bolsa de Estocolmo.

Assim, em 1990, o Parlamento norueguês (*Storting*) criou, a partir das receitas obtidas com a exportação de petróleo, um fundo de reservas, o *Government Petroleum Fund*,¹⁸ que era controlado pelo Ministério das Finanças e cujas operações eram dirigidas por um setor específico do Banco Central. Em 2006, o fundo foi renomeado para *Government Pension Fund – Global* (GPF-G). Apesar da alteração no nome, os objetivos do fundo não foram alterados. O GPF-G compõe, juntamente com o *Government Pension Fund – Norway*¹⁹ (GPF-N), um fundo ainda mais amplo que lhes dá nome, o *Government Pension Fund* (GPF), cujo objetivo é facilitar a formação de poupança pelo setor público, necessária para fazer frente à rápida expansão dos gastos com seguridade social (pensões e aposentadorias), assim como garantir a gestão de longo prazo das receitas provenientes do petróleo.

(18) Por meio do Act on the Government Petroleum Fund, n. 36, de 22 de junho de 1990.

(19) O GPF-N substituiu o *National Insurance Scheme Fund* e é gerido pelo Folketrygdfondet.

Gráfico 4
Participação do setor petrolífero na economia norueguesa – 2006 (%)



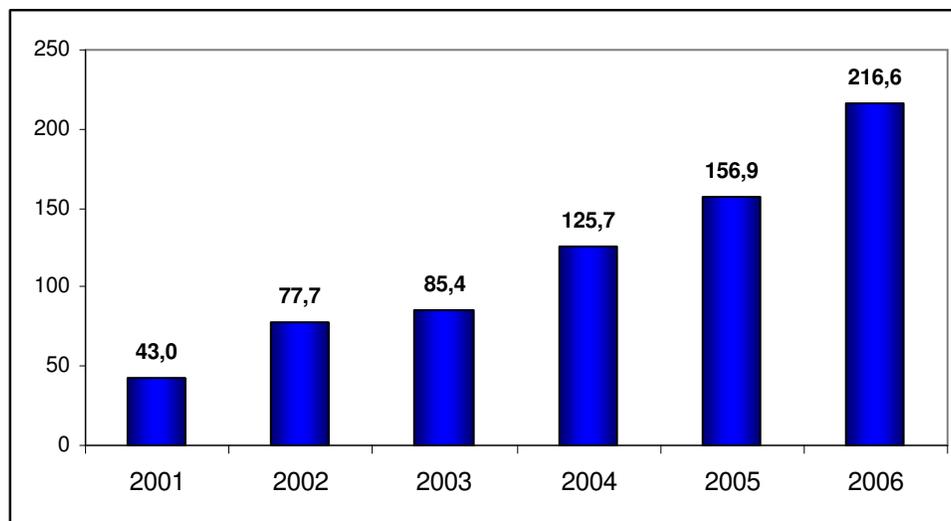
Fonte: Statistics Norway and Ministry of Finance, apud NBIM (2006).

Os ativos do *Government Pension Fund* chegaram a US\$ 216,6 bilhões em 2006 (Gráfico 5).²⁰ Os objetivos do *Government Pension Fund – Global* são três:

- (1) proteger a política fiscal e monetária de desdobramentos das oscilações do preço do petróleo (meta de estabilidade);
- (2) transformar recursos naturais de ativos reais em ativos financeiros, a fim de permitir que as gerações futuras possam ser beneficiadas (meta de intergeracional);
- (3) evitar a apreciação cambial e o demasiado aquecimento da demanda interna, com possíveis repercussões nos preços internos (meta de competitividade) (Gutierrez, 2005).

(20) Os valores patrimoniais do fundo são publicados em NOK, moeda norueguesa, convertidos em dólar por meio da taxa de câmbio média anual disponibilizada pelo Banco Central da Noruega, o Norges Bank.

Gráfico 5
Ativos do GPF – 2001 a 2006 (em US\$ bilhões)



Fonte: NBIM.

Mecanismos

Captação

O fundo é capitalizado a partir das receitas fiscais da exploração do petróleo. Os instrumentos utilizados pelo governo são taxas, a rentabilidade proveniente da propriedade e licenciamento das reservas de petróleo e gás natural possuídas pela *State Direct Financial Interest (SDFI)*,²¹ dividendos, taxas sobre emissão de CO₂ (introduzidas em 1991) e *royalties*. As taxas e os retornos da SDFI são as fontes mais relevantes, sendo responsáveis por cerca de 95% do fluxo de captação.

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

(21) A maior parte desses ativos é gerida pela Petoro S.A. desde 2001, quando a estatal Statoil (antiga gestora) teve seu capital aberto. A Petoro tem a função de maximizar o valor dos ativos da SDFI por ela administrados (licenças sobre cerca de 1/3 das reservas de petróleo e mais de 1/4 da produção de petróleo e gás natural). Para maiores informações, acessar: <http://www.petoro.no/eng/>.

bastante eficiente no sentido de transferir renda das atividades petrolíferas ao Estado (Eriksen, 2006).

Gestão

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

A divisão de responsabilidades, com relação ao *Government Pension Fund – Global*, é bastante clara. O Ministério das Finanças é responsável pela alocação estratégica dos recursos; define o portfólio *benchmark*; estabelece limites dos desvios com relação a esse *benchmark* e reporta os resultados obtidos pelo fundo ao Parlamento norueguês. Já o NBIM é responsável pela gestão do portfólio; pela exposição a riscos e pelos custos de transação. Assim, o Ministério das Finanças estabelece um portfólio (*benchmark*), a partir do qual o NBIM buscará obter a maior rentabilidade possível para níveis de risco semelhantes (ver Quadro 2).

Quadro 2
Portfólio *benchmark* (em %)

<i>Fixed income instruments</i>			<i>Equities</i>		
60 %			40 %		
Europa	América/África	Ásia/Oceania	Europa	América/África	Ásia/Oceania
60%	35%	5%	50%	35%	15%

Fonte: NBIM (2006).

As aplicações dos recursos do fundo, realizadas nos mercados internacionais em sua totalidade, devem partir do portfólio estabelecido pelo Ministério, e consiste em títulos de renda fixa e em ações, em proporções de 60% e 40% respectivamente a partir de 2006. Os ativos de renda fixa devem ser compostos por 60% de títulos emitidos por países europeus, 35% de americanos e africanos e 5% de países da Ásia ou Oceania. No que diz respeito às *equities*, as proporções são 50% para ações negociadas em Bolsas da Europa, 35% da América e África e 15% da Ásia e Oceania.

Os ativos adquiridos são compostos por ações de 27 países pertencentes ao FTSE Equity Index²² e por títulos de 21 países incluídos no Lehman Brothers Global Aggregate

(22) FTSE é uma companhia independente formada pelo Financial Times e pela London Stock Exchange (Para maiores informações ver: <<http://www.ftse.com/Indices/index.jsp>>).

Bond Index.²³ Ao longo do tempo da aplicação, entretanto, a evolução dos preços dos ativos pode e, geralmente, leva a uma composição diferente do portfólio do fundo, a que se deve seguir uma recomposição da carteira de maneira a aproximá-la do *benchmark*. Para facilitar (e reduzir o custo) dessas operações, o Ministério das Finanças estabeleceu transferências mensais, a partir de 2002, de recursos, permitindo que os limites de aplicação estabelecidos sejam alcançados sem que aplicações sejam liquidadas, isto é, o ajuste é feito na margem, não no estoque. A injeção de capital por parte do Tesouro provém do superávit fiscal obtido (considerando a receita dos impostos sobre petróleo), assim como do rendimento do Estado com exploração do petróleo. Desde sua criação, o ano em que houve maior volume de transferência para o fundo foi em 2001, com US\$ 28,6 bilhões.

A supervisão e avaliação do Ministério se dão por meio do acompanhamento do desvio padrão da diferença entre o retorno anual do portfólio efetivo e o retorno anual do portfólio que funciona como *benchmark* (*tracking error*). Foi estabelecido um *tracking error* esperado de até 1,5 p.p., buscando, dessa maneira, limitar os riscos assumidos pela gestão do fundo. A rentabilidade ou prejuízo da carteira total do *Government Pension Fund – Global* deve ficar contido do intervalo de +/- 1,5 p.p. em relação ao rendimento do *benchmark*.

Vale destacar ainda que parte dos recursos do fundo não é administrada diretamente pelo NBIM, mas repassada a gestores privados. Em 2006, cerca de 78% dos ativos eram geridos pelo próprio *Norges Bank Investment Management* (*internal management*) e; os 22% restantes, por corretoras e bancos privadas (*external managements*). Essa alocação advém da convicção do Banco Central de que existem melhores condições de se obter rentabilidade mais elevada quando um grupo maior de gestores pode tomar decisões de aplicação de forma independente uns dos outros (NBIM, 2006). Ao final de 2006, o fundo contava com 28 *equity managers* no exterior com 45 *mandates managed assets*, o equivalente a US\$ 42,22 bilhões e 22 *fixed income managers* no exterior com 35 *mandates managed*, com ativos totalizando US\$ 19,63 bilhões.

Funcionamento do GPF-G e política macroeconômica

O fundo recebe a totalidade das receitas públicas com origem nas atividades de petróleo e gás; entretanto, deve financiar o déficit do orçamento não-petróleo, isto é, a

(23) O Lehman Brothers Global Aggregate Bond Index fornece uma ampla medida dos investimentos internacionais do mercado de bônus. O Índice combina o U.S. Aggregate Index com o Pan-European Index, e componentes do Japão, do Canadá, da Austrália e da Nova Zelândia num Global Treasury Index. Para maiores informações acesse: http://www.lehman.com/LL_S/public/publicsite/bondindex.html.

diferença entre as receitas advindas de impostos não relacionados às atividades petrolíferas e os gastos públicos. Assim, recursos só são incorporados ao patrimônio do fundo em caso de superávits orçamentários, vale dizer, quando as receitas relacionadas a petróleo mais aquelas com outras origens conseguem superar o volume de gastos públicos.

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

Entretanto, o limite de 4% possui alguma flexibilidade. As transferências devem ser capazes de financiar a política fiscal anticíclica em momentos de recessão ou desaceleração econômica. Em 2005, por exemplo, as transferências totalizaram 6%. Dessa maneira, o limite estabelecido pela legislação deve ser atingido, na verdade, em média, ao longo do tempo. Taxas mais elevadas de transferências se não forem incompatíveis com o objetivo de *saving fund* do *Government Pension Fund – Global*, isto é, se acompanharem a expectativa de retorno do fundo, não devem minar a credibilidade do arranjo institucional criado para regular as relações com a política fiscal e ao mesmo tempo garantir maior capacidade de atuação como fundo de estabilização (Gjedrem, 2005; Eriksen, 2006).

Ademais, a decisão do volume da retirada anual do fundo está condicionada a outros fatores, como a estabilização da taxa de câmbio ou a tentativa de impedir apreciação da taxa, ainda que o regime vigente seja de câmbio flutuante, em função do impacto sobre competitividade dos demais setores da economia norueguesa que não os relacionados ao petróleo. Segundo Gjedrem (2005, p. 5): *“the Petroleum Fund and the fiscal rule shield the economy from fluctuations in oil prices and extraction rates. With an inflation target, inflationary pressures are steered using the interest rate, while the value of the krone fluctuates. Consequently, when decisions on the use of petroleum revenues are taken, weight must not only be given to long-term considerations and the distribution of wealth across generations, but also to developments in the real exchange rate and the competitiveness of the exposed sector over the short and medium term”*.

Apesar da existência do fundo, a forte valorização do petróleo acabou apreciando a taxa nominal de câmbio. Gjedrem (2005) afirma, no entanto, que a taxa de câmbio nominal não necessariamente tem acompanhado o preço de petróleo em todos os períodos.

3 *Sovereign Wealth Funds*

No que diz respeito à gestão das reservas, elas são tradicionalmente aplicadas em títulos de baixo risco de crédito e de alta liquidez nos mercados financeiros internacionais. Os títulos de dívida pública dos países desenvolvidos, especialmente aqueles emitidos pelo Tesouro americano, constituem, assim, o principal instrumento em que as reservas soberanas são mantidas. A baixa rentabilidade desses títulos e a tendência de desvalorização do dólar frente às demais moedas têm desencadeando iniciativas de diversificação do portfólio de investimentos das reservas, de maneira a ampliar sua rentabilidade.²⁴ Entretanto, estratégias mais arrojadas também têm ganhado força; entre elas, a constituição de fundos de riqueza soberana ou *Sovereign Wealth Funds* (SWF). Esses fundos que podem ou não fazer parte das reservas oficiais, possuem uma gestão própria, algumas vezes muito próxima da gestão de fundos de investimentos privados, buscando as alternativas de aplicação mais rentáveis disponíveis nas diferentes praças financeiras. A constituição desses fundos tem sido realizada por meio de transferências de parte das reservas oficiais existentes anteriormente. Ademais, com a valorização das *commodities*, os fundos de estabilização têm adotado gestão semelhante aos SWF, ampliando a variedade de ativos retidos em portfólio (USDT, 2007).

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

Assim, como foi mencionado anteriormente, alguns países possuidores de fundos de estabilização estão alocando parte dos recursos em novos fundos voltados para uma administração mais agressiva, se aproximando, muitas vezes da gestão dos fundos privados de investimento. Por outro lado, países como China planejam criar fundos com o específico propósito de aplicação em ativos mais rentáveis (apesar de mais arriscados) que a tradicional compra de *treasuries* americanos. Nesse sentido, caminham para uma gestão mais ativa das reservas, como tem feito Cingapura, especialmente a partir dos anos 1980.

(24) A participação dos ativos denominados em dólares nas reservas oficiais foi reduzida de 70%, em 2001, para 66% em março de 2006 (Wooldridge, 2006).

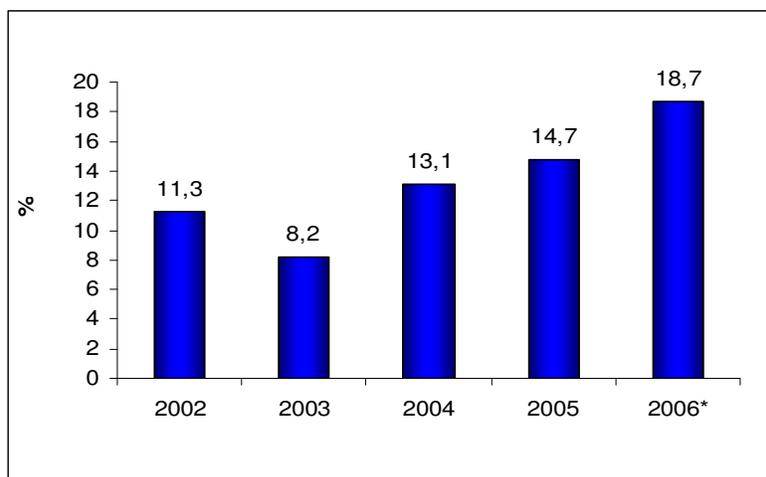
3.1 Cingapura

O governo de Cingapura possui dois tipos de fundos: a *Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd* (GIC) e o *Temasek Holdings*.

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

Com uma boa classificação internacional de risco (AAA pela Standard & Poor's e Aaa pela Moody's), realiza investimentos preferencialmente por meio de *private equity*. Em março de 2006, seu portfólio era 44% investido em Cingapura, 34% em outros países asiáticos (excluindo Japão), 20% em países da OCDE e apenas 2% no restante do mundo. Os setores contemplados eram serviços financeiros (35%), telecomunicações e mídia (26%), transporte e logística (13%), infra-estrutura e tecnologia (9%), imóveis (7%), energia (6%) e outros (4%). O desempenho do portfólio costuma ser influenciado pela evolução dos mercados acionários, especialmente em alguns períodos (como apreciação das ações da SingTel em 1993, da Bolsa de Cingapura em 1999 e da Nasdaq no início de 2000), mas a política de gestão, por meio de diversificação das atividades, busca criar trajetória sustentável de valorização do patrimônio ao longo do tempo (ver Gráfico 6).

Gráfico 6
Retorno do fundo Temasek – 2002 a 2006



Nota: * Estimativa.

Fonte: Temasek. Disponível em: <<http://www.temasekholdings.com.sg>>.

A 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 a gestão das reservas monetárias, o que só foi feito a partir de agosto de 2004. O departamento realiza operações de *money markets*, renda fixa, ações públicas, fundos de *hedge*, entre outros, especialmente dentro do mercado asiático. Em 2005, outra parte da Temasek, Private Equity Fund Investment (PEFI), modificou seu foco, a fim de complementar as atividades de investimento direto da Temasek. A relação com outros fundos de *private equity* foi incentivada a fim de gerar oportunidades de co-investimento, especialmente em setores de alta tecnologia (como a aquisição de participações na Avago Technologies, produtora de semicondutores e na Aptuti, empresa de biotecnologia).

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

Quando a empresa foi criada, alguns fundos de gestão e consultores americanos e britânicos foram contratados, a fim de contribuir com a montagem do fundo. Os primeiros investimentos foram feitos em ações e imóveis. Nos primeiros anos de funcionamento da GIC, manteve-se grande parte do *staff* do serviço público; porém, ao final dos anos 1980, a maior parte dos novos funcionários foi recrutada no mercado financeiro, com intuito de incorporar pessoas com maior *know-how* sobre as finanças internacionais.

Ao longo da década de 1990, o patrimônio da *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC) cresceu expressivamente, diversificando seus investimentos em várias áreas. Em 1997, quando ocorreu a crise financeira que afetou quase toda a Ásia, Cingapura não foi fortemente afetada pela fuga de capitais como as economias vizinhas. Isto permitiu que a GIC mantivesse seus investimentos durante o período de crise e se fortalecesse posteriormente. Ao final da década de 1990, a empresa já havia se consolidado como um grande fundo de gestão mundial, com um portfólio bastante diversificado em ações, além de investir em títulos de propriedade em todo o mundo e em *private equity* em

dezenas de indústrias. O desenvolvimento de diversas áreas de investimento levou a uma reestruturação administrativa em 1999, criando unidades específicas de operação: *Public Markets Group* (responsável pelas aplicações em mercados organizados, como ações, moedas, bônus e *commodities*), *GIC Real Estate* (braço especializado em investimentos imobiliários) e *GIC Special Investments* (para os investimentos de *private equity*).²⁵ Com oito escritórios nas principais praças financeiras do mundo, a GIC realiza, atualmente, investimentos em mais de 40 países, desenvolvidos e em desenvolvimento. Parte significativa dos investimentos da GIC é efetuada por *asset managements* estrangeiros. O retorno alcançado nos últimos 25 anos, até março de 2006, tem sido em média de 9,5% a.a. em termos nominais.

3.2 China

A China está em processo de formação de seu SWF, a fim de diversificar parte de suas reservas internacionais, as maiores do mundo, de mais de US\$ 1,5 trilhão em dezembro de 2007, e que vem crescendo cerca de US\$ 20 bilhões mensalmente.

O fundo denominado *State Foreign Exchange Investment Corporation* (SFEIC) – ou *Lianhui Corporation* –, controlado pelo governo chinês e independente do Banco Central (*People's Bank of China*, PBoC), deveria iniciar suas operações até o final de 2007. Com a separação do SFEIC, as reservas do Banco Central continuariam a ser aplicadas em ativos de baixo risco, enquanto a SFEIC ocupar-se-ia de investimentos de maior risco e rentabilidade. O governo chinês decidiu fundir o SFEIC ao *Central Huijing Holding Company*, uma companhia criada pelo Banco Central chinês em 2004, com o objetivo de gerenciar parte das reservas internacionais (US\$ 45 bilhões) utilizadas para capitalizar os quatro grandes bancos estatais do país – *Agricultural Bank of China*, *Bank of China*, *China Construction Bank* e *Industrial and Commercial Bank of China*.²⁶

A expectativa é de que a China destine cerca de US\$ 200 bilhões a US\$ 250 bilhões do total de suas reservas internacionais para essa nova agência, a fim de realizar investimentos diversificados, que proporcionem maior retorno do que aquele obtido pelas reservas oficiais, alocadas em títulos do Tesouro americano. Além dos US\$ 200 bilhões transferidos das reservas internacionais, espera-se que o fundo também tenha acesso a um montante de US\$ 200 bilhões em títulos dos quatro principais bancos estatais chineses. Este valor é atualmente de posse do *Central Huijing Holding*.

(25) Também existe uma quarta unidade, a *Corporate Services*, responsável pela manutenção administrativa do GIC (administração, recursos humanos, planejamento corporativo, serviços financeiros, auditoria interna, avaliação de risco e desempenho e tecnologia da informação).

(26) Para um panorama das transformações no sistema financeiro chinês, ver Cintra (2007).

O objetivo do fundo será não apenas a diversificação dos recursos em aplicações de maior retorno (ações, *hedge funds*, *private equities* e títulos de propriedade) como também a realização de investimentos estratégicos em setores domésticos, mas principalmente no exterior.

Os investimentos externos das empresas chinesas começaram a ganhar notoriedade com a tomada do controle acionário hostil (*takeover*) da divisão de negócios de computadores pessoais da IBM pelo Grupo Lenovo por US\$ 1,75 bilhão em 2004. Em julho de 2005, a China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) – 70% de propriedade do governo chinês – realizou uma oferta de compra Unocal Oil Company, uma das maiores produtoras de petróleo dos EUA, por US\$ 18,5 bilhões, que acabou sendo retirada. No início de maio de 2007, a China realizou um acordo para investir US\$ 3 bilhões no Blackstone Group L.P., um dos mais agressivos fundos de *private equity* dos EUA, detentor do controle da rede de hotéis Hilton e da Deutsche Telekom. Pelo acordo, o fundo cambial chinês compraria ações sem direito a voto do Blackstone, reportando-se diretamente ao Conselho de Estado do governo da China. O fundo permanecerá com as ações por pelo menos quatro anos, não investindo em concorrentes da empresa por ao menos um ano. O negócio foi completado com oferta pública de abertura de capital de US\$ 4 bilhões da Blackstone, em junho de 2007. A participação do fundo chinês foi mantida em 9,9% da companhia.

Tem ocorrido também participação crescente das empresas chinesas na África e na América Latina. Mais de 650 empresas estatais chinesas investem na África, sobretudo em setores como petróleo, outros produtos primários e telecomunicações. Com investimentos de US\$ 1,6 bilhão no final de 2005, a China vai consolidando investimentos em ativos estratégicos nessa região, como a operação de US\$ 2,3 bilhões da China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) na exploração de petróleo e gás natural na Nigéria.²⁷

4 O Debate Internacional sobre as Estratégias dos Fundos Cambiais: pressões para a elaboração de um código voluntário de conduta

Além dessas transações, envolvendo empresas chinesas, destacaram-se outras três. A primeira resultou no aumento da participação de 7,6% do Delta Two – um fundo de investimento de propriedade da Família Real do Catar – na rede de supermercados J Sainsbury plc do Reino Unido para 25% em junho de 2007. A aquisição adicional de US\$ 1,5 bilhão em ações tornou o Delta Two o seu maior acionista individual. A segunda foi o chamado Acordo Dubai Ports, uma tentativa por parte da DP World, empresa de

(27) Sobre as estratégias de formação e de internacionalização das empresas chinesas, ver Silva (2007).

propriedade do governo de Dubai, de adquirir a Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), sediada em Londres. Essa corporação era a quarta maior operadora de portos do mundo, gerindo importantes portos nos EUA, tais como Nova York, Nova Jersey, Filadélfia, Baltimore, Nova Orleans e Miami. A terceira proveio das operações realizadas pela Gazprom, conglomerado estatal russo, em vários países europeus, tais como a compra de participação acionária na empresa aeroespacial Airbus e a tentativa de obter o controle acionário da Centrica, a principal distribuidora de gás na Grã-Bretanha.

As ofertas de compra da DP World pela P&O, que acabou malogrando, junto com a proposta da Unocal pela CNOOC, foram os catalisadores de um intenso debate sobre a reforma da legislação relacionada aos investimentos estrangeiros nos EUA e do Committee on Foreign Investments in the US (CFIUS). O debate ficou concentrado em questões de segurança nacional, no mundo após os ataques terrorista de 11 de Setembro de 2001, refletindo temores de venda de empresas em setores estratégicos, como a indústria petrolífera, e o controle estrangeiro da infra-estrutura, como as instalações de transporte de carga marítima.

A legislação sobre os investimentos estrangeiros está configurada na Emenda Exon-Florio (Exon-Florio Amendment – EFA) de 1988 à Lei de Segurança Nacional (Defence Production Act) de 1950, a qual autoriza o presidente dos EUA a proibir ou suspender aquisições de empresas americanas por parte de estrangeiros, se forem consideradas ameaças à segurança do país e nenhuma outra autoridade jurídica apresentou medidas contrárias. Os processos de revisões das aquisições sob o amparo da EFA são realizados pelo Comitê de Investimentos Estrangeiros dos EUA (Committee on Foreign Investments in the US – CFIUS). Esse colegiado, presidido pelo Tesouro, apresenta suas recomendações ao presidente dos EUA que, por sua vez, tem autoridade para tomar as decisões apropriadas. Desde 1988, o CFIUS revisou aproximadamente 2.000 casos, com apenas uma pequena parte retirada ou alterada em consideração às preocupações do CFIUS, e apenas um caso em que o presidente dos EUA ordenou o desinvestimento da aquisição de uma empresa americana de peças de aeronaves por uma empresa chinesa em 1988 (ver Quadro 2 no Anexo).

Diante das ofertas de compra da CNOOC e da DP World, aumentaram as críticas ao CFIUS e ao processo de revisão dos investimentos. Apontaram-se freqüentes desacordos entre o CFIUS e as agências responsáveis pela segurança (Departamento de Defesa, Justiça e Segurança Nacional) sobre a avaliação das ameaças à segurança. Além disso, foi alvo de críticas a divergência de opinião sobre a extensão das revisões realizadas pelo CFIUS, as medidas para redução dos riscos, sua execução etc. Foi percebida ainda uma relativa falta de expertise entre os tomadores de decisões. O debate em torno desses pontos levou à aprovação da Lei sobre Investimento Estrangeiro e Segurança Nacional

(Foreign Investment and National Security Act – FINSA) de 2007, que modifica a EFA e estipula um processo rigoroso para as decisões do CFIUS, instruindo análise e rejeição de aquisição de empresas americanas por estrangeiros; mandato legal para o CFIUS; reforma na composição do CFIUS; nomeação de uma agência principal para a elaboração de cada dossiê, ainda que o Tesouro mantenha a presidência do CFIUS; esclarecimento do escopo das decisões, tais como segurança nacional, segurança interna, infra-estrutura essencial e outros critérios para revisão do CFIUS; otimização do processo de revisão; esclarecimento do processo de mitigação de riscos (Kern, 2007, p. 10).

Além dos EUA, que modificou sua legislação sobre investimento estrangeiro, a maioria dos países industrializados dispõe de instrumentos para identificar transações críticas e tomar medidas necessárias para prevenir ameaças aos seus interesses nacionais, sobretudo em termos de segurança. O Quadro 3 resume os principais mecanismos disponíveis nos EUA, Japão, França, Reino Unido e Alemanha (ver também Quadro 2 no Anexo). Os EUA, França e Japão possuem leis específicas para regulamentar o investimento estrangeiro, estabelecendo mecanismos de revisão e relatórios periódicos sobre as atividades dos investidores externos no país, mantendo as autoridades informadas. Podem reunir informações necessárias para um processo de revisão, por meio de normas predefinidas e rigidamente escalonadas. O Reino Unido e a Alemanha possuem mecanismos menos formais, mas detêm poder discricionário para avaliar e proibir investimentos estrangeiros, considerados contra os interesses nacionais.

Enfim, o crescimento dos ativos dos fundos de riqueza soberana bem como a escala de suas operações de investimento e de outras entidades estatais dos países em desenvolvimento desencadeou o debate nos EUA e na Europa sobre os interesses desses fundos e desses países em corporações americanas e européias. O debate nos países industrializados esteve relacionado com as motivações dos investimentos estatais de terceiros países. A falta de informações sobre a composição dos portfólios e as estratégias de investimento dos fundos de riqueza soberana suscitou temores se eram motivadas não apenas financeiras (busca de elevado retorno para os ativos acumulados), mas também geopolíticas. Nesse sentido, envolveriam implicações em termos de segurança nacional, especialmente para controlar segmentos (e conhecimentos) da indústria de defesa, infra-estrutura pública e privada (portos, energia, telecomunicações), empresas tecnológicas, acesso a fontes de suprimento de recursos naturais etc. Nas palavras de um diretor do Banco da Inglaterra: *“the main doubts concern their objectives and how far their investments will be driven only by financial returns. Public sector owners might have other objectives including national political interests, such as, accessing military technology, controlling strategic resources or markets, and influencing public opinion”* (compra de times de futebol, de jornais, por exemplo) (Gieve, 2008, p. 4). A opacidade dos fundos

suscitou também temores de um possível agravamento do risco sistêmico, associado ao comportamento de manada e contágio dos investidores.

Quadro 3
Barreiras indiretas ao investimento estrangeiro direto

EUA

Empresas sob controle estrangeiro não podem ser contratadas ou subcontratadas no que tange informações confidenciais.

Japão

Planos de investimentos de empresas sob controle estrangeiro podem ser alterados ou suspensos se forem considerados ameaça à segurança nacional, ordem pública, segurança pública, sobretudo na área de aviação, armas, explosivos, energia nuclear e aeroespacial.

União Européia (EU)

Política de concorrência da UE aplicável a todos os projetos de investimentos estrangeiros relevantes.

França

Empresas estatais, sobretudo na área de defesa, infra-estrutura e energia.

A França se reserva o direito de restringir os investimentos estrangeiros nos setores abrangidos pelo Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, sobretudo transporte aéreo, marítimo e seguros.

Exceções para o Instrumento de Tratamento Nacional da OCDE (National Treatment Instrument) em diversos setores.

Restrições para a criação, expansão, operação e tratamento nacional no fornecimento por parte de empresas estrangeiras.

Preferência concedida às empresas nacionais no fornecimento às forças armadas.

Alemanha

Federal Cartel Office analisa fusões e aquisições, inclusive investimentos diretos estrangeiros, para verificar violações da lei alemã antitruste.

Direito de restringir investimentos em transporte aéreo e marítimo e telecomunicações sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE

Exceções para o Instrumento de Tratamento Nacional (National Treatment Instrument) da OCDE para investimentos estrangeiros em transporte aéreo e marítimo.

Reino Unido

Participação *golden share* do governo (que lhe dá poder de veto em última instância às decisões estratégicas da empresa) e limite de 29,5% da participação estrangeira na British Aerospace PLC e na Rolls Royce PLC.

Empresa sob controle estrangeiro não pode ser contratada para fornecimento na área da defesa.

Exigências de cidadania para determinadas empresas envolvidas em atividades confidenciais.

Veto à transferência de ativos para determinadas empresas.

Restrições às atividades de investimentos estrangeiros em determinados setores. Sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, o Reino Unido se reserva o direito de restringir os investimentos estrangeiros nos setores de transporte aéreo e marítimo e telecomunicações.

Restrições ao Instrumento de Tratamento Nacional (National Treatment Instrument) da OCDE em contratos de fornecimento no setor aeroespacial, transporte marítimo e de defesa.

Fonte: US General Accounting Office, OECD, DB Research, apud Kern (2007, p. 13).

Teme-se ainda que os fundos controlados por governos possam desencadear ondas de altas nos preços dos ativos, comprando títulos, ações, moedas e imóveis; ou de baixa, vendendo repentinamente os ativos, ampliando a volatilidade dos preços dos ativos mobiliários e imobiliário e/ou precipitando uma crise. Contraditoriamente, os fundos de riqueza soberana vêm desempenhando um papel estabilizador na crise financeira deflagrada pela desvalorização dos ativos associados com as hipotecas de alto risco (*subprimes*) americanas (*mortgage backed securities* – MBS, *collateralised debt obligations* – CDO, *asset-backed commercial paper* – ABCP, *credit default swap* – CDS e *Structured Investment Vehicles* – SIV) no último trimestre de 2007 e primeiro semestre de 2008.²⁸ Eles realizaram importantes aportes de capital – cerca de US\$ 62 bilhões – nos grandes bancos americanos e europeus (ver Tabela 7). Em novembro de 2007, por exemplo, o fundo soberano Abu Dhabi Investment Authority adquiriu participação de 4,9% no capital do Citigroup, aportando US\$ 7,5 bilhões, enquanto o Temasek, um dos fundos soberanos de Cingapura, investiu US\$ 4,4 bilhões na Merrill Lynch. Em dezembro, o banco suíço UBS recebeu aporte de capital da ordem de US\$ 15,6 bilhões, vendendo participação acionária a investidores estrangeiros, como o fundo soberano Government Investment Corporation (GIC) de Cingapura (US\$ 9,8 bilhões).²⁹ Em seguida foi a vez do fundo soberano chinês CIC (China Investment Corporation) adquirir 9,9% do capital do banco de investimento Morgan Stanley, também por US\$ 10 bilhões. Em janeiro de 2008, outros fundos soberanos – entre os quais os do Kuwait e da Coreia do Sul – investiram mais US\$ 4 bilhões na Merrill Lynch. No mesmo dia, o Citigroup anunciou um aporte de recursos de US\$ 14,6 bilhões, sendo US\$ 6,9 bilhões do fundo GIC de Cingapura e US\$ 3 bilhões do Kuwait Investment Authority (KIA).

Na contracorrente, o diretor do centro de desenvolvimento da OCDE, Xavier Santiso, defendeu que os fundos de riqueza soberana deveriam assumir papel relevante no financiamento do desenvolvimento, injetando capital em empresas e em projetos de investimento nos países emergentes.³⁰ Além de contribuir para estimular os mercados acionários, os fundos soberanos reduziriam a volatilidade das cotações, ao construir portfólios de prazos mais longos. Ao invés de se configurar como uma ameaça aos países desenvolvidos, os fundos soberanos seriam aliados ao fomentar o desenvolvimento nos países mais pobres. Embora reconheça que os fundos soberanos ainda aloquem grande parte de seus recursos nos países da OCDE, em busca de investimentos mais seguros e de

(28) Para um panorama do mercado imobiliário e da crise financeira americana, ver Cagnin (2007), Cintra e Cagnin (2007a, b), Kregel (2007, 2008), Guttman (2007) e Guttman e Plihon (2008).

(29) Para mais informações sobre a gestão pública e privada da crise financeira, ver Freitas e Cintra (2008, p. 12) e Guttman (2008).

(30) Na mesma direção, ver também, Griffith-Jones e Ocampo (2008).

longo prazo, podem vir a ampliar suas aplicações na América Latina, Ásia e África. O autor enumera várias iniciativas em curso, tais como os investimentos do fundo soberano de Cingapura Temaseki Holding em bancos e empresas indianas (ICICI Bank, Tata Sky, Tata Teleservice, Mahindra e Mahindra Auto Manufactures) e as intenções do Dubai International Capital de aumentar suas aplicações nos países emergentes asiáticos para 30% do seu portfólio (Santiso, 2008).

Kern (2007), por sua vez, salienta que inúmeros fundos de riqueza soberana dispõem de administrações altamente profissionalizadas, com conhecimento especializado e experiência nos mercados internacionais de capital. Suas operações visam obter ganhos de capital como qualquer investidor institucional. Assim, para o autor, as preocupações em relação à capacidade de os fundos observarem padrões de governança seriam exageradas.³¹ Salienta ainda que os países desenvolvidos possuem mecanismos de controle formais e informais para investimento estrangeiro direto, os quais permitem evitar que empresas estrangeiras atuem em segmentos e/ou áreas consideradas sensíveis do ponto de vista da segurança nacional (ver Quadro 3 e Quadro 2 no Anexo).

De todo modo, a dimensão dos fundos disponíveis para grandes transações aliada à baixa transparência nas estratégias de investimento e as potenciais implicações de tais aquisições para a macroeconomia, a segurança nacional e a política industrial intensificou o debate sobre a necessidade de se consolidar um código voluntário de conduta para fundos controlados por governos e evitar uma onda de protecionismo. Esse código de conduta seria baseado em dois princípios fundamentais: melhores práticas de governança e maior transparência. As práticas de governança buscariam conter o grau de interferência política na gestão dos fundos. Contemplaria pelo menos os seguintes aspectos: clara alocação e separação de responsabilidade na estrutura interna de gestão dos fundos soberanos; definição dos objetivos gerais que norteariam a política de investimento do fundo; autonomia operacional da entidade executora dos objetivos; divulgação pública dos principais gerais que regem as relações do fundo com as autoridades governamentais.

(31) No mesmo sentido, Fernandez e Eschweiler (2008), do JPMorgan Research, defendem: *“The creation of a broad set of ‘best practices’ for SWFs and for recipient countries is encouraging. But what is more important is what SWFs are actually doing. We find that, in terms of disclosure practices, investment approach and market behavior, SWFs are more in line with best practices than political rhetoric suggests”*.

Tabela 7
Aporte de Capital nos Grandes Bancos Comerciais e de Investimento (out./2007-jan./2008)

Data	Investidores (inclui <i>Sovereign Wealth Fund</i>)	Participação no capital (%)	Tipo de Investimento	US\$ bilhões
	Citigroup			
26/11/07	Abu Dhabi Investment Authority	4,9	Ações ordinárias	7,5
15/01/08	Government of Singapore Investment Corp.	3,7	Ações ordinárias	6,9
15/01/08	Kuwait Investment Authority			3,0
15/01/08	Alwaleed bin Talal; Capital Research; Capital World; Sandy Weill; investidores públicos.			4,7
	Merrill Lynch			
24/12/07	Temasek Holdings (Cingapura)	9,4 ¹	Ações ordinárias	4,4 ²
24/12/07	Davis Selected Advisors (EUA)	2,6 ¹	Ações ordinárias	1,2
	Mizuho Financial Group.			2,6
15/01/08	Korea Investment Corporation			2,0
15/01/08	Kuwait Investment Authority			2,0
	UBS			
10/12/07	Government of Singapore Investment Corp.	10,0	Novas ações ordinárias e troca de ações	9,8
10/12/07	Investidor não-identificado do Oriente Médio e investidores públicos		Novas ações ordinárias e troca de ações	5,8
	Morgan Stanley			
19/12/07	China Investment Corporation	9,9	Ações ordinárias	10,0
	Barclays PLC			
07/2007	China Development Bank ³	3,1		3,0
07/2007	Temasek Holdings	2,1		2,0
	Canadian Imperial			
	Li Ka-Shing; Manulife Financial; outras			2,7
	Bears Sterns			

Continua...

Tabela 7 – Continuação

Data	Investidores (inclui <i>Sovereign Wealth Fund</i>)	Participação no capital (%)	Tipo de Investimento	US\$ bilhões
23/10/07	Citic Securites Co. (China) ⁴	6,0	Títulos preferenciais conversíveis	1,0
	Wachovia			
22/01/08	Oferta pública		Ações preferenciais e <i>trust</i> preferenciais	3,1
	Bank of America			
21/01/08	Oferta pública		Títulos perpétuos conversíveis em ações preferenciais	12,9
	Total investido nos bancos			84,6

Notas:

¹ Estimativa baseada no preço de compra de US\$ 48 por ação;

² Temasek possui uma opção para investir US\$ 600 milhões adicionais;

³ Essa operação de US\$ 3 bilhões por parte do China Development Bank e de US\$ 2 bilhões da Temasek Holdings Ltd. em julho de 2007 para aquisição de 3,1% e 2,1% do Barclays PLC, respectivamente, em julho de 2007, estava relacionada à oferta de aquisição do ABN Amro Bank (comprado pelo consórcio formado entre o Santander, o Royal Bank of Scotland e o Fortis);

⁴ Citic possui uma opção para aumentar sua participação em até 3,3%. Na segunda semana de março de 2008, o Bear Stearns, quinto maior banco de investimento dos EUA, enfrentou rumores de que estaria com dificuldades para honrar seus compromissos, elevando as taxas de juros de suas captações. O Fed, por meio do JP Morgan Chase, foi forçado a realizar uma operação de emergência para impedir a sua falência. Nesse momento, circulou a informação de que a injeção de US\$ 1 bilhão, efetuada pela Citic Securities ainda não havia sido aprovada pelas autoridades chinesas e que as negociações não deveria prosseguir. Finalmente, no dia 16, o Fed anunciou uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões para o JP Morgan Chase que pretende adquirir o Bear Stearns pela bagatela de US\$ 240 milhões, o equivalente a dois dólares por ação, bem abaixo do valor de mercado do preço do banco cotado em bolsa.

Fonte: Valor Econômico, Citi amarga maior prejuízo de sua história, São Paulo, p. C12 de 16 de janeiro de 2008; Oppenheimer – *Industry Up to Date*, 29 de janeiro de 2008, p. 6.

A transparência seria obtida com a divulgação de informações que permitissem um efeito disciplinador da gestão dos ativos soberanos e o monitoramento do cumprimento ou não dos objetivos. Além de favorecer a disciplina de mercado, essa prática diminuiria os incentivos à intervenção governamental, pois contemplaria a divulgação anual das posições e alocações de ativos, em particular, das participações acionárias majoritárias, composição de moeda, alavancagem e intenção de fazer uso do direito de proprietário (Fundap, 2008, p. 12). Isso significa, por exemplo, divulgação periódica das estratégias, objetivos e metas de investimento estrangeiro, volume total dos ativos, participação total em corporações (limitadas abaixo de 10%), ausência de representação em conselhos administrativos das empresas, como realizado pelo Norway's Government Pension Fund.

Em 21 de março de 2008, o Fundo Monetário Internacional em conjunto com a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) e os gestores dos fundos de riqueza soberana lançaram a – **Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda** (IMF, 2008). A União Européia também elaborou uma proposta para a gestão dos fundos de riqueza soberana: ampliar a transparência e a previsibilidade das ações (European Commission, 2008).³² No mesmo período, o Tesouro americano anunciou um acordo com os fundos soberanos de Cingapura e dos Emirados Árabes. Segundo o acordo, os fundos aceitaram implementar normas em suas práticas de investimento de modo a ampliar a divulgação de informações e garantir que suas estratégias não possuiriam motivações políticas. Visariam apenas propósitos econômicos de diversificação de ativos e busca de rentabilidade (Fundap, 2008, p. 13).

Na mesma direção da auto-regulamentação, observa-se ainda o movimento promovido pelos *hedge funds* – **Hedge Fund Standards: Final Report** (Hedge Fund Working Group, 2008) – e pelos *private equities* – **Guidelines for Disclosure and**

(32) O debate – *Myths and Realities of Sovereign Wealth Funds* – entre Richard S. Fuld Jr., Kristin Halvorsen, Muhammad S. Al Jasser, Robert M. Kimmitt, Aleksey Kudrin, Bader M. Al Sa'ad, Stephen A. Schwarzman e Lawrence H. Summers, e moderado por Martin Wolf no *World Economic Forum*, 24 January 2008 está disponível em: <http://www.weforum.org/en/knowledge/KN_SESS_SUMM_23264?url=/en/knowledge/KN_SESS_SUMM_23264>. O secretário-adjunto do Tesouro dos EUA, Robert Kimmit, por exemplo, afirmou “não teme os fundos soberanos, mas o crescimento deles em número e importância indica que precisam de vigilância”. O diretor do Kuwait Investment Authority (KIA), Bader Al As'ad, defendeu: “fundos soberanos não são diferentes de outros grandes investidores. Por que só os soberanos têm de ter regulação?” Para a ministra das Finanças da Noruega, Kristin Halvorsen: “por ora, parece que não gostam da gente, mas precisam do nosso dinheiro”. A ministra norueguesa defendeu, no entanto, que são investimentos públicos, e devem ser tratados com transparência. Lawrence Summers, ex-secretário do Tesouro americano, sugeriu que os fundos de investimentos estatais se reunissem e assinassem um compromisso comum de não especular com câmbio e agir guiados apenas por motivos comerciais. “Se é do interesse dos fundos investir no longo prazo e não no curto prazo, então por que não assinam um código de regras? O presidente do Lehman Brothers, Richard Fuld Jr., também defendeu um conjunto de regras de conduta para os fundos soberanos (Frias, 2007).

Transparency in Private Equity (Walker Working Group, 2007), incluindo a demanda por publicação regular de informações sobre suas operações.³³

Referências bibliográficas

ALEXANDER'S GAS & OIL CONNECTIONS. Oil windfall and the Trinidad stabilization fund. *News and Trends: Latin America*, v. 9, n. 12, June 2004. Disponível em: <<http://www.gasandoil.com/GOC/news/ntl42456.htm>>.

APFC. *Resolution of the Board of Trustees of the Alaska Permanent Fund Corporation*: pertaining to asset allocation goals. Resolution 07-03, 2005. Disponível em: <http://www.apfc.org/resolutions/pdf/Res_07-03AA.pdf?s=5>.

BEHONG, Huang. *Non-performing loan of China's Banking System*. Disponível em: <http://www.meijigakuin.ac.jp/~econ/13press/nenpou-j/PDF/23_asia%20east_4.pdf>.

BELLUZZO, Luiz G. de M. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais, in: CARNEIRO, Ricardo (Org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp, 2006, p. 33-50.

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

BFINANCE. *Petrodollars: Russia puts them in treasuries, the Gulf still likes equities*, 2007. Disponível em: <<http://www.bfinance.co.uk/inst/article.do?topId=37&docId=N12436>>. Acesso em 13 de junho de 2007.

BLUNDELL-WIGNAL, Adrian; HU, Yu-Wein; YERMO, Juan. Sovereign wealth and pension fund issues. *OECD Financial Market Trends*, Paris: OECD, 2008. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>.

BIS. *Quarterly Review*, September 2005, cap. 4. Basle: Bank for International Settlements. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

BIS. Foreign exchange markets. *Annual Report 77th*, cap. V, June 2007. Basle: Bank for International Settlements. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm>>.

BUCKLEY, Neil. Russia to invest oil revenues in shares, *Financial Time*, 14 de abril de 2007. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/7a553420-f289-11db-a454-000b5df10621.html>>.

BUDNEVICH, Carlos L. Countercyclical fiscal policy a review of the literature, empirical evidence and some policy proposals. *Discussion Paper No. 2002/41*, New York, United Nations University, April 2002.

(33) Ver também, Financial Stability Forum (2007). Para Gieve (2007, p. 6): “Some increase in the transparency both of the strategy and objectives of the funds and of recipient countries’ approach to inward investment should help dispel concerns and ensure they are a force for greater global financial integration rather than a prompt for a new wave of financial protectionism”.

BUNTE, Jonas. *Development in the face of external shocks state intervention in a market – or state action for a market?* Erlassjahr.de – Analysis, February 2006.

CAGNIN, Rafael F. *O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002*. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado), 2007.

CARNEIRO, Francisco G. Development challenges of resource-rich countries: the case of oil exporters. *VI International Colloquium: Macrodynamics Capabilities and Economic Development*, Brasília, D.F., Universidade de Brasília, março de 2007.

CDP Report. *Coping with economic vulnerability and instability: national and international policy responses. Overcoming economic vulnerability and creating employment*, 2006.

CINTRA, Marcos A. M.; CAGNIN, Rafael F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. *Econômica*, Rio de Janeiro, v.9, n.1, p.89-131, dezembro de 2007a.

CINTRA, Marcos A. M.; CAGNIN, Rafael F. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982, *Revista Novos Estudos*, no. 79. São Paulo: Cebrap (Centro Brasileiro de Análise e Planejamento), p.23-44, novembro de 2007b. Disponível em: <<http://novosestudos.uol.com.br/>>.

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

CUNHA, Patrícia Helena F. *A Transição do regime de bandas cambiais para o regime de taxas de câmbio flutuante: a experiência do Chile nos anos 90*. São Paulo: Núcleo de Moeda e Crédito/Departamento de Economia/PUC-SP (Textos para Discussão, no. 01/2006), 2006.

DAVIS, Jeffrey; OSSOWSKI, Davis R.; DANIEL, James e BARNETT, Steven. *Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: experience and fiscal policy implications – Overview*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, April 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/205/index.htm>>.

DE CONTE, Bruno; VALENTE, Frederico. As controvérsias teóricas que rondam a escolha de regimes cambiais em países emergentes. *XII Encontro Nacional de Economia Política*. São Paulo, Sociedade Brasileira de Economia Política, junho de 2007. Disponível em: <<http://www.sep.org.br>>.

DEBELLE, G.; GYNTELBERG, J.; PLUMB, M. Forward currency markets in Asia: lessons from the Australian experience, *BIS Quarterly Review*, September 2006. Basle: Bank for International Settlements. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

DEVRIES, Peter. *Fiscal stabilization funds: a means to what end?* Department of Finance – Canada, June 2002.

DORRUCCI, Ettore. The accumulation of foreign exchange reserves. Apresentação para o *Encontro do Foreign Exchange Contact Group do Banco Central Europeu*. Frankfurt, May 2006. Disponível em: <http://www.ecb.int/paym/groups/pdf/FXCG_Accumulation_FX_reserves_20060531.pdf>. Acesso em 10 de junho de 2007.

EICHENGREEN, Barry. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. *NBER Working Paper*, n. 10.497, Cambridge, MA. May 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org>>.

ERIKSEN, Tore. *The Norwegian petroleum sector and the Government Pension Fund – Global*, Secretary General of Ministry of Finance, June 2006. Disponível em: <http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Status%20pensjonsfond/The_Norwegian_Petroleum_Sector_te.pdf>. Acesso em 10 de junho de 2007.

EUROPEAN Commission (The). *Communication on sovereign wealth funds (SWFs)*. Presented to the Spring European Council on March 13-14. Disponível em: <http://ec.europa.eu/ireland/press_office/news_of_the_day/sovereignwealthfunds_en.htm>.

FASANO, Ugo. Review of the experience with oil stabilization and savings funds in selected countries. *IMF Working Paper*, n. 112. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

FERNANDEZ, David G.; ESCHWEILER, Bernhard. *Sovereign wealth funds: a bottom-up primer*, JPMorgan Research, JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 22 May 2008. Disponível em: <<http://www.morganmarkets.com>>.

FINANCIAL Stability Forum, 2007. *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*. Basel: Bank for International Settlements, May 19th 2007. Available at – <http://www.fsforum.org/publications/HLI_Update-finalwithoutembargo19May07.pdf>.

FREITAS, M. Cristina Penido de; CINTRA, Marcos A. M. *E la nave va: inflação e deflação de ativos. XIII Encontro Nacional de Economia Política – Celso Furtado: diálogos desenvolvimentistas* – Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), Departamento de Economia da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), João Pessoa, 20 a 23 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/1177_252212f35d24ae98dd7f30bd8d8e5f3c.pdf>.

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

FUNDAP. Fundos de riqueza soberana. *Nota Técnica*, n. 18. Grupo de Conjuntura da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo, São Paulo, 27 de maio de 2008. Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Fundos%20de%20Riqueza%20Soberana.pdf>>.

GIEVE, John. *Sovereign wealth funds and global imbalances*. Speech by the Deputy Governor of the Bank of England to the Sovereign Wealth Management Conference, London, March 14th 2008 (*BIS Review* 31/2008). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

GJEDREM, Svein. *The international experience and future challenges for Norway*. Oslo, Statoil Conference, March 2001. Disponível em: <<http://www.norges-bank.no>>.

GJEDREM, Svein. *Monetary policy in an oil economy*. Testemunho, August 2002. Disponível em: <http://www.norges-bank.no/Pages/Article_14007.aspx>.

GJEDREM, Svein. Petroleum and the Norwegian economy. *ABN Amro's Nordic Energy Conference*, August 2005. Disponível em: <http://www.norges-bank.no/Pages/Article_18130.aspx>.

GLOBAL Insight. *Sovereign wealth fund tracker*, April 2008. Disponível em: <<http://www.globalinsight.com/Highlight/HighlightDetail12280.htm>>.

GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio. *Sovereign wealth funds: a developing country perspective*. Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation, London, February 18, 2008. Available at – <<http://www.g24.org/sowf0308.pdf>>.

GUTIERREZ, Carlos Jahnsen. *La política de hidrocarburos de Noruega: es un ejemplo para Bolivia?* Junio de 2005. Disponível em: <<http://www.ecoport.net/content/view/full/49765>>. Acesso em 10 de junho de 2007.

GUTTMANN, Robert. The collapse of securitization: From subprimes to global credit crunch. *La Lettre de la CEPN n° 2*, Centre d'Economie de l'Université Paris-Nord. p. 2-7. Décembre 2007.

GUTTMANN, Robert. *Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB*. Hofstra University, New York; CEPN, Paris XIII, 2008 (mimeo).

GUTTMANN, Robert; PLIHON, Dominique. Consumer debt at the center of finance-led capitalism. Paris, janeiro de 2008 (mimeo).

HEDGE Fund Working Group (The). *Hedge fund standards: final report*, January 2008. Available at – <<http://www.hfsb.org>>.

IGNATIEV, Sergey. *The macroeconomic situation and monetary policy in Russia*. 2007 Money and Banking Conference, Buenos Aires, junho de 2007.

INTER-AMERICAN Development Bank. *Lowering the risks of sovereign finance*. Box 14.1 – Making Stabilization Funds Work, IPES On-line. Washington, D.C.: IADB, 2006.

INTERNATIONAL Monetary Fund. *Global Financial Stability Report*, September 2007, Annex 1,2. Sovereign Wealth Funds. Washington, D.C., p.45-51. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

INTERNATIONAL Monetary Fund. *Sovereign wealth funds: a work agenda*. Washington, D.C., February 29, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>>.

INTERNATIONAL Monetary Fund. *Balance of Payments: Manual V*, 1993. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>>.

IVANOV, Vladimir I. *Russia's energy politics: focusing on new markets in Asia*. New Paradigms for Transpacific Collaboration. Research Institute of Economy, Trade and Industry – BBL Seminars 2005/2004, October 2005. Disponível em: <<http://www.rieti.go.jp/en/events/bbl/05101301.html>>

JAFFE, Amy; FALLOW, Wallace. *Comments for Energy Studies*. US-Japan Seminar: Current Political Situation in the Middle East and Oil Supply, November 2006. Disponível em: <<http://eneken.ieej.or.jp/en/data/pdf/378.pdf>>.

JEN, Stephen; ST-ARNAUD, Charles. G10: tracking the tectonic shift in foreign reserves and SWFs. *Morgan Stanley Fixed Income Research*, March 2007.

JEN, Stephen. G10: the newest member of the ‘SWF Club’. *Morgan Stanley Fixed Income Research*, April 2007a.

JEN, Stephen. G10: how big could sovereign wealth funds be by 2015?, *Morgan Stanley Fixed Income Research*, May 2007b.

JIMÉNEZ, Juan Pablo; TROMBEN, Varinia. Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. *Revista de la Cepal*, n. 90. Santiago: Cepal, p.61-86, diciembre de 2006.

JOHNSON-CALARI, Jennifer. Managing commodity revenues and windfall profits: investment income funds, in: *Sovereign Wealth Management*. Central Banking Publications. London. 2007.

KAMBAYASHI, Satoshi. Sovereign Wealth Funds: the world's most expensive club, *The Economist*, May 24th 2007.

KERN, Steffen. *Sovereign wealth funds: state investments on the rise*. Deutsche Bank Research, September 10th 2007. Disponível em: <<http://www.dbresearch.com>>.

KREGEL, Jan. Minsky's cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief No. 93*, The Levy Economics Institute of Bard College, January 2008.

_____. The natural instability of financial markets. *Working Paper No. 523*, The Levy Economics Institute of Bard College, December 2007.

LIBERTAD Y DESARROLLO. How an oil stabilization fund becomes a tax? *Temas Públicos*, no. 763, Março 2006. Disponível em: <<http://www.lyd.com/english/noticias/763how.pdf>>.

LUCIER, Jucelyne; SOTTIMANO, Susanna. *Oman*. Export Development Canada – Economics, April/June 2006. Disponível em: <http://www.edc.ca/english/docs/goman_e.pdf>.

MACHINEA, José Luis; ROZENWURCEL, Guillermo. Macroeconomic coordination in Latin America: does it have a future?, *Série Informes y Estudios Especiales*, no. 15. Santiago: Cepal, diciembre 2005. Disponible en: <<http://www.cepal.org>>.

MAIDMENT, Paul. China recycles its trade dollars, *Forbes*, February 4 2007. Disponível em: <http://www.forbes.com/business/2007/04/01/china-investment-overseas-biz-cx_pm_0402notn.html>.

MIHALJEK, Dubravko. Local complications of global economic integration: privatization receipts and volatile export earnings, *BIS paper*, no. 23. Basle: Bank for International Settlements, May 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

MOHANTY, Madhusudan; TURNER, Philip. Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? *BIS Quarterly Review*, September 2006. Basle: Bank for International Settlements. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

MORENO, Ramon. Motives for intervention, *BIS papers*, no. 24. Basle: Bank for International Settlements, 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

MUKHERJEE, Andy. India's foreign reserves must find a better, *Bloomberg*, July 2007. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601039&sid=aq5MwxvrzPvA&refer=columnist_mukherjee>.

NBIM – Norges Bank Investment Management. *Annual Report*, 2006. Disponível em: <<http://www.norges-bank.no>>.

NEFF, Andrew. Oil taxes in Russia – cash grab, or shrewd policy shift? *Prime Tass Business News Agency*, September 2005. Disponível em: <<http://www.prime-tass.com/news/show.asp?topicid=65&id=383211>>.

OCAMPO, J. A. Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries, *UNU/WIDER Discussion Paper*, August 2002.

OCDE. *Economic survey of the Russian Federation 2006: fiscal policy: the principal tool for macroeconomic management*, in: *OECD Economic Survey of the Russian Federation, Fiscal Policy*, Chapter 2, 2006. Disponível em: <<http://www.oecd.org/eco/surveys/russia>>.

OCDE. *Economic survey of Norway 2007: putting public finances on a sustainable path*. Paris: OECD Economics Department, 2007. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/27/0,3343,en_2649_34595_37973531_1_1_1_1,00.html>.

OIL OF RUSSIA, vários números. Disponível em: <<http://www.oilru.com/or/archive/>>.

PALLEY, Thomas. *Stabilizing finance: the case for asset based reserve requirements*. Financial Markets and Society, The Financial Markets Center, Philomont, VA., 2000.

PRIMAKOV, Evgeni. *2006: achievements and disproportions*. International Trade Centre – Russian Chamber of Commerce and Industry, January 2007. Disponível em: <<http://eng.tpprf.ru/ru/main/120107/>>.

RASMUSON, Elmer. *A founder's reflections on the early days of the Alaska Permanent Fund Corporation*. Discurso ao Conselho de Diretores do APFC, September 1993. Disponível em: <<http://www.apfc.org/reportspublications/TP5-1.cfm>>.

REUTERS. *China Forex Body Starts Overseas Investment*, May 18th 2007.

RIETVELD, Malan; PRINGLE, Robert. The evolution of sovereign wealth management, in: *Sovereign Wealth Management*. Central Banking Publications. London. 2007.

- RUSSIA NEWS & INFORMATION AGENCY (NOVOSTI). Disponível em: <<http://en.rian.ru/>>.
- SANTISO, Javier. Sovereign development funds. *Policy Insights*, n. 58. Paris: OECD Development Center, January 2008. Disponível em: <www.oecd.org/dev/insights>
- SEIT, Michael, R. A wealth of funds in hiding, *Bloomberg News*, April 2007. Disponível em: <<http://www.ih.com/articles/2007/04/08/business/sxasia.php>>. Acesso em 12 de junho de 2007.
- SILVA, Silas T. *A influência do governo chinês na formação de grupos empresariais de grande dimensão*. Campinas: IE/Unicamp (monografia), dezembro de 2007.
- STIGLITZ, Joseph E. Caspian oil windfalls: who will benefit? Overview and recommendations, *Caspian Revenue Watch*, 2003.
- STIGLITZ, Joseph E. *Making natural resources into a blessing rather than a curse*. Columbia University, Covering Oil, 2005.
- UN. *The 2007 Big Table*. Managing Africa's natural resources for growth and poverty reduction. United Nations Economic Commission for Africa, African Development Bank, February 2007.
- USDT. *Sovereign wealth funds*. U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, Annex III, June 2007. Disponível em: <http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf>.
- WALKER Working Group. *Guidelines for disclosure and transparency in private equity*. November 20th 2007. Available at: <http://walkerworkinggroup.com/sites/10051/files/wwg_report_final.pdf>.
- WILLIAMS, Ewart S. The heritage and stabilization fund of Trinidad and Tobago. *Heritage and Stabilization Fund Forum*, Porto de Espanha, maio de 2007.
- WOOLDRIDGE, Phillip D. The changing composition of official reserves, *BIS Quarterly Review*, September 2006, Basle, Bank for International Settlements. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

Páginas eletrônicas consultadas:

- ALASKA Permanent Fund Corporation: <<http://www.pfc.org>>.
- BANCO Central da Noruega: <http://www.norges-bank.no/nbim/pension_fund/>.
- BANCO Central do Chile: <<http://www.bcentral.cl>>.
- GOVERNMENT of Singapore Investment Corporation Pte Ltd.: <<http://www.gic.com.sg/>>.
- KUWAIT Investment Authority: <<http://www.kia.gov.kw/kia>>.
- MINISTÉRIO da Fazenda do Chile: <<http://www.tesoreria.cl>>.
- NATIONAL Bank for Agriculture and Rural Development: <<http://www.nabard.org/index1.asp>>.
- TEMASEK Holdings: <<http://www.temasekholdings.com.sg/>>.

Anexo

Tabela 1
Patrimônio dos fundos cambiais - 2007

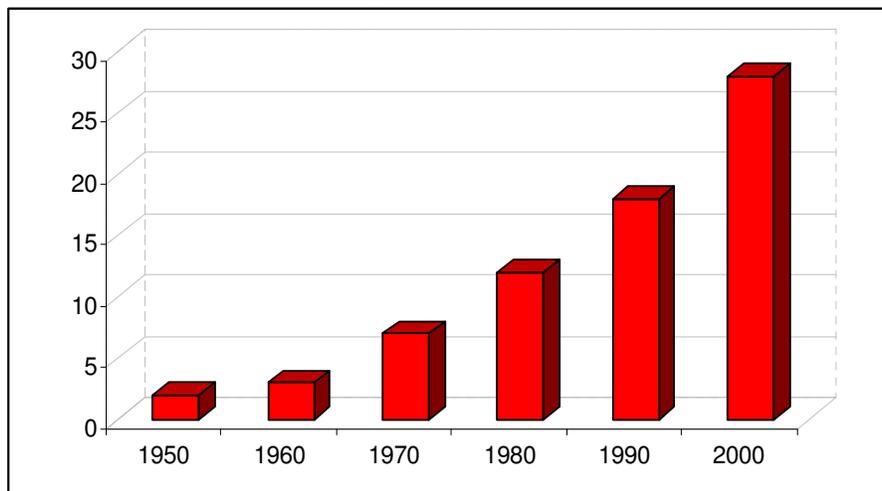
País	Nome do Fundo	US\$ milhões
Total		2.279.866
Emirados Árabes Unidos	ADIA ⁽¹⁾	875.000
Cingapura	GIC ⁽¹⁾	330.000
Noruega	Government Pension Fund - Global ⁽²⁾	300.000
China	State FX Investment Corp. + Hueijing Co. ⁽³⁾	300.000
Rússia	Stabilization Fund ⁽⁴⁾	100.000
Cingapura	Temasek Holdings ⁽¹⁾	100.000
Kuwait	Kuwait Investment Authority	70.000
Austrália	Australian Future Fund	40.000
Brunei	Brunei Investment Authority	30.000
Alaska (EUA)	Permanent Reserve Fund	37.000
Coréia	KIC (Korea Investment Corporation)	20.000
Malásia	Khazanah Nasional BHD	18.500
Taiwan	National Stabilization Fund ⁽¹⁾	15.000
Canadá	Alberta Heritage TF	14.200
Irã	FX Reserve Fund	8.000
Cazaquistão	National Fund	8.000
Botsuana	Fula Fund	4.700
Chile	Copper SF	3.900
Omã	State General RF	2000
Azerbaijão	State Oil Fund	1.600
Venezuela	FIEM	756
Trindade e Tobago	Revenue SF	460
Kiribatí	Revenue Equiliz. Fund	400
Uganda	Poverty Action Fund	350

Notas:

- 1) Estimativa para março de 2007;
- 2) US\$288 bilhões como no fim de 2006;
- 3) Ainda não finalizado;
- 4) Diferença entre as reservas oficiais brutas e as reservas em moeda oficial.

Fonte: Jen & St-Arnaud (2007).

Gráfico1
Número de fundos de riqueza soberana (desde a década de 1950)



Fonte: Morgan Stanley, Deutsche Bank, apud Gieve (2008, p. 7).

Tabela 2
Tamanho e estrutura dos principais fundos de riqueza soberana

País	Nome do Fundo	Ativos	Fonte dos Fundos	Propriedade e Gestão dos Investimentos	Estratégias dos Investimentos e da Alocação dos Ativos
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)/ Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	US\$ 250 bilhões a US\$ 875 bilhões ¹	Petróleo	De propriedade do emirado de Abu Dhabi, o ADIA foi o principal canal para investimentos de superávits do petróleo em ativos no exterior a partir de 1976. Há pouco tempo foi constituída uma instituição jurídica separada, o ADIC, para estimular a concorrência com o ADIA. Atualmente, os superávits de Abu Dhabi são alocados tanto no ADIA como no ADIC.	Importante investidor global. Estratégia de investimentos e alocação de ativos desconhecidas
Noruega	Government Pension Fund-Global	US\$ 308 bilhões (a partir de 31/03/2007)	Petróleo	De propriedade do governo e administrados pelo Norges Bank Investment Management.	Alocação global de ativos com 40% em ações e 60% em renda fixa no mundo todo.
Arábia Saudita	Sem nome	US\$ 250+ bilhão ²	Petróleo	A Saudi Arabia Monetary Agency administra os ativos externos: US\$ 225 bilhões são mantidos em seu próprio balanço, parte do qual é designado como reservas; e US\$ 51 bilhões são geridos em nome de diversas agências governamentais.	Importante investidor global. Embora se conheça a quantidade de ativos, a estratégia de investimento e a estratégia de alocação de ativos são desconhecidas, com exceção de indicações gerais.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA) General Reserve Fund (GRF) e Future Generations Fund (FGF)	US\$ 160 bilhões a US\$ 250 bilhões ¹	Petróleo	A KIA é um órgão autônomo do governo responsável pela gestão dos fundos GRF e FGF, além de outros fundos do governo do Kuwait.	O GRF é investido no mercado financeiro doméstico, árabe e internacional. O FGF se caracteriza pela alocação global dos ativos de acordo com diretrizes para investimentos aprovadas pelo conselho de administração do próprio fundo.
Cingapura	Government Investment Corporation (GIC) Temasek Holdings	US\$ 100+ bilhão US\$ 100+ bilhão	Outros Outros	Companhia de investimento separada fundada em 1981, de propriedade do governo de Cingapura. Temasek Holdings é uma empresa privada, fundada em 1974 para manter e administrar investimentos antes mantidos pelo principal acionista, o Ministério das Finanças.	Alocação global dos ativos (não divulgada). Investe em todos os principais tipos de ativos. Estratégia de alocação de ativos desconhecida (peso dos ativos). Distribuição geográfica a partir de março 2006 foi de 38% em ativos em Cingapura, 40% no restante da Ásia, 20% na Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico e 2% em “outros” países.

Continua

Tabela 2 – Continuação
Tamanho e estrutura dos principais fundos de riqueza soberana

País	Nome do Fundo	Ativos	Fonte dos Fundos	Propriedade e Gestão dos Investimentos	Estratégias dos Investimentos e da Alocação dos Ativos
China	State Foreign Exchange Investment Corporation ³	US\$ 200 bilhões	Outros	A ser definido	A ser definido
Rússia	Oil Stabilization Fund ⁴	US\$ 127 bilhões (a partir de 01/08/2007)	Petróleo	De propriedade do governo e administrados pelo Banco Central da Rússia (Russian Central Bank).	Investe em grande parte em ativos de renda fixa: 44% em dólares americanos, 46% em euros e 10% em libras esterlinas.
Austrália	Australian Future Fund	US\$ 42 bilhões (a partir de 01/05/2007)	Outros	Constituído em 2006. De propriedade do governo e administrado pela Future Fund Management Agency. O objetivo é subscrever os passivos governamentais futuros (inclusive planos de aposentadoria).	Investimentos na Austrália.
EUA (Alasca)	Alaska Permanent Reserve Fund	US\$ 35 bilhões (a partir de 30/06/2007)	Petróleo e minérios	De propriedade do Estado do Alasca, constituído em 1976, e administrado pela empresa estatal Alaska Permanent Fund Corporation.	Estratégia de alocação de ativos constituída em: 53% em ações, 29% em renda fixa, 10% em imóveis e 8% em outras opções de ativos.
Brunei	Brunei Investment Authority General Reserve Fund ¹	US\$ 30 bilhões	Petróleo	De propriedade do governo e administrados pela Brunei Investment Agency.	Investe em um amplo portfólio global de ativos financeiros e reais. Estratégia de alocação de ativos não divulgada.
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation	US\$ 20 bilhões	Outros	Lançado em 2005 para administrar US\$ 20 bilhões em reservas internacionais, sendo US\$ 17 bilhões do Banco da Coréia e US\$ 3 bilhões do governo.	Planos para investir na alocação global de ativos. Estratégia de alocação de ativos ainda não disponível.
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	US\$ 15 bilhões (a partir de 31/03/2007)	Petróleo	De propriedade do governo da Província de Alberta, administrado por Alberta Finance.	Estratégia global de alocação de ativos: 30% em renda fixa, 45% em ações, 10% em imóveis e 15% em outras opções de ativos.

Continua

Tabela 2 – Continuação

Tamanho e estrutura dos principais fundos de riqueza soberana

País	Nome do Fundo	Ativos	Fonte dos Fundos	Propriedade e Gestão dos Investimentos	Estratégias dos Investimentos e da Alocação dos Ativos
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	US\$ 9,83 bilhões (a partir de 31/07/2007)	Cobre	Constituído em 2006. De propriedade do governo e administrado pelo Banco Central do Chile como um agente fiscal.	Estratégia de alocação de ativos constituída em: 72% em títulos públicos e 28% em instrumentos do mercado monetário em dólares americanos, euros e ienes.
	Pension Reserve Fund	US\$ 1,37 bilhão (a partir de 31/07/2007)	Cobre	Constituído em 2006. De propriedade do governo e administrado pelo Banco Central do Chile com agente fiscal.	Estratégia de alocação de ativos constituída em: 79% em títulos públicos e 21% em instrumentos do mercado monetário em dólares americanos, euros e ienes.
Botsuana	Pula Fund ²	US\$ 5 + bilhão	Diamantes	De propriedade conjunta do governo e do Banco de Botsuana. A participação do governo no Pula Fund é contabilizada no balanço do Banco de Botsuana.	O fundo investe em ações e instrumentos de renda fixa nas economias industrializadas. O fundo não investe em mercados emergentes, pois podem ser bastante dependentes de produtos primários (<i>commodities</i>).

Notas: Outros países que possuem fundos de riqueza soberana são: Azerbaijão, Bahrein, Chade, Equador, Guiné Equatorial, Gabão, República Islâmica do Irã, Irlanda, Cazaquistão, Kiribati, Líbia, Malásia, Mauritânia, México, Omã, Catar, Sudão, Taiwan, Timor Leste, Trinidad e Tobago, Uganda e Venezuela.

1) Estimativas da Morgan Stanley Research e a gestora de ativos PIMCO;

2) Em alguns países, como Arábia Saudita e Botsuana, não há formalmente um fundo de riqueza soberana, mas o órgão monetário administra ativos estrangeiros em nome de diversas agências governamentais;

3) Anunciado em 9 de março de 2007, o fundo deve ser constituído no final de 2007.

4) A partir de fevereiro de 2008, o Oil Stabilization Fund será dividido em dois fundos com objetivos distintos (Fundo de Estabilização *versus* Fundo Nacional para o Bem-Estar).

Fonte: Informações publicadas nos sites do FMI e Morgan Stanley Research, apud IMF (2007, p. 48-49).

Quadro 1
América Latina: principais características dos fundos de estabilização

País	Nome e data de criação	Objetivo	Preço de referência	Regras de funcionamento			Contabilidade do fundo	Instituição de controle
				Depósito	Saques	Vinculação orçamentária		
Chile	Fondo de Compensación del Cobre (FCC), criado em 1985, depois de um período de alta prolongada do preço do cobre	Estabilização	Preço de longo prazo do cobre. Fixado por comitê externo de especialistas desde 2002 e publicado no site da Dirección de Presupuesto para dar maior transparência ao processo	Se o preço efetivo for maior que o preço de referência: US\$ 0,04/libra de excesso são de livre disponibilidade do Orçamento Fiscal, dos seguintes US\$ 0,06, 50% permanece livre para uso do Fisco e os restantes US\$ 0,03/libra são depositados no fundo. Os seguintes centavos de diferença também são depositados no Fundo.	Se o preço efetivo é menor que o preço de referência, a regra é simétrica. O Fisco deverá sacar os recursos do FCC.	Nenhuma	É um ativo do governo central. Está contabilizado no balanço do banco central.	Ministério da Fazenda
Colômbia	Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), criado em 1995	Estabilização e desenvolvimento		Se a receita adicional for maior que a receita adicional média	Se a receita adicional for menor que a receita adicional média.			Banco da República

Continua

Quadro 1 – Continuação
América Latina: principais características dos fundos de estabilização

País	Nome e data de criação	Objetivo	Preço de referência	Regras de funcionamento			Contabilidade do fundo	Instituição de controle
				Depósito	Saques	Vinculação orçamentária		
Equador	Fondo de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público (FEIREP), criado em 2002	Redução da dívida pública, estabilização e desenvolvimento	Há dois preços de referência do petróleo: um para estimativa das receitas do governo com o petróleo e outro (maior que o primeiro) para o cálculo das receitas dos fundos (FEP e FEIREP)	Todas as receitas provenientes do petróleo de participação do Estado, transportado pelo oleoduto OCP, e superávit fiscal do ano anterior.		Os recursos do fundo se destinam da seguinte forma: 70% para recomprar dívida, 20% para estabilizar os recursos petrolíferos e 10% para educação e saúde.	Receitas e despesas do FEIREP são registradas no Orçamento do Estado, mas não são considerados receitas ou despesas do Orçamento.	Ministério da Economia e das Finanças e administrado pelo Banco Central
	Fondo de Estabilización Petrolera (FEP), criado em 1998 e reformado em 2000.							
México	Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP), criado em 2000	Estabilização	Preço utilizado para estimar as receitas petrolíferas na Ley de Ingresos de la Federación	Receitas excedentes ao Orçamento	Se ocorre queda na arrecadação do governo federal derivada de menores receitas com a exportação de petróleo em relação com a prevista na Ley de Ingresos. Diferença com o preço de referência deve ser superior a US\$ 1,5	Preferência para os programas com orçamentos já aprovados		

Continua

Quadro 1 – Continuação
América Latina: principais características dos fundos de estabilização

País	Nome e data de criação	Objetivo	Preço de referência	Regras de funcionamento			Contabilidade do fundo	Instituição de controle
				Depósito	Saques	Vinculação orçamentária		
Trinidad e Tobago	Heritage and Stabilization Fund, criado em 2007	Estabilização e transferência intergeracional de riqueza	Calculado a partir da média móvel dos preços internacionais dos últimos onze anos.	Quando a receita com o petróleo superar em 10% a receita projetada (a partir do preço de referência) para o trimestre. Quando a receita efetiva supera a projetada em menos de 10% fica a cargo do Ministério das Finanças determinar o depósito dos recursos no Fundo. Anualmente, as transferências para o Fundo não devem ficar abaixo de 60% da diferença entre as receitas em excesso em relação à estimada.	Quando a receita obtida com a exploração do petróleo cair mais de 10% em relação à estimada. O patrimônio mínimo do fundo foi fixado em US\$ 1 bilhão. Não há possibilidade de saques quando seu patrimônio for menor que esse limite.	Não		Os recursos são do Ministério das Finanças e a gestão está sob responsabilidade do Banco Central.

Continua

Quadro 1 – Continuação
América Latina: principais características dos fundos de estabilização

País	Nome e data de criação	Objetivo	Preço de referência	Regras de funcionamento			Contabilidade e do fundo	Instituição de controle
				Depósito	Saques	Vinculação orçamentária		
Venezuela	Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM), criado em 2004 em substituição ao Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (FEIM), de 1998	Estabilização dos gastos nos três níveis de governo frente às flutuações das receitas públicas	Não	Executivo nacional: receitas de origem nas atividades com o petróleo que excedem a média dos últimos três anos; receitas com privatização ou concessões que não sejam utilizadas para saldar passivo público; aportes extraordinários pelo executivo nacional. PDVSA: 50% da diferença entre as receitas com exportações de petróleo e seus derivados e a média de tais receitas para os três anos anteriores.	São três casos possíveis: (1) queda da soma das receitas fiscais totais com a exploração do petróleo em relação à média dos três anos anteriores; (2) queda da receita com exportação de petróleo e seus derivados também em relação aos três anos anteriores; (3) em estado de emergência econômica	Não há vinculação. Entretanto, como existe um limite para a acumulação do fundo, ao exceder esse valor, devem ocorrer transferências para o Fondo de Acumulación Intergeneracional ou gastos em investimentos.	O FEM é registrado como fonte de financiamento extraordinário nas estatísticas do Banco Central e como financiamento externo nas estatísticas do Ministério das Finanças (sinal positivo em caso de saques e negativo para depósitos no Fundo)	O fundo não possui personalidade jurídica. Os recursos são do Ministério da Fazenda e são geridos pelo Banco Central.

Fonte: Williams (2007) e Jiménez e Tromben (2006, p. 81-82).

Quadro 2
Mecanismos formais de controle dos investimentos estrangeiros diretos em algumas economias industrializadas

	EUA	Japão	França	Alemanha	Reino Unido
Estrutura jurídica	- Lei Exon-Florio, Lei de Poderes Econômicos Internacionais de Emergência (International Emergency Economic Powers Act)	- Lei de Controle de Câmbio e Comércio Exterior (Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law – FECL)	- Lei de Investimentos Estrangeiros de 1996 (Foreign Investment Law)	Lei de Pagamento e Comércio Exterior de 1961 (Foreign Trade and Payments Act)	- Lei da Indústria (Industry Act) de 1975 - Lei do Comércio Exterior (Foreign Trade Act) de 1973
Motivos da revisão	- Segurança nacional	- Segurança nacional - Ordem pública - Segurança pública - Efeitos adversos na economia	- Ordem pública - Saúde - Segurança - Funções públicas - Pesquisa, produção ou comércio com qualquer substância destinada para uso militar ou equipamento para tempos de guerra	- O governo tem autoridade para regular ou restringir investimentos estrangeiros com base na segurança nacional, ordem pública, política externa, balança comercial; - Ausência de controles administrativos, órgãos, práticas que monitoram, examinam, rastreiam ou limitam de outra forma os investimentos estrangeiros	- O governo tem autoridade para intervir em tomadas de controle acionário hostil com base no interesse nacional, inclusive defesa, espaço aéreo.
Notificação	- Voluntária	- Obrigatória	- Obrigatória <i>ex post</i> - Obrigatória <i>ex ante</i> para todas as transações ligadas a segurança nacional, ordem pública, segurança pública e todos os setores sob reserva por meio do Códido de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE	Não pertinente	Não pertinente
Órgão revisor	- Comitê de Investimentos Estrangeiros dos EUA (Committee on Foreign Investments in the United States – CFIUS)	- Ministério das Finanças - Ministério responsável pelo setor industrial	- Ministério da Economia e Finanças, em conjunto com os Ministérios da Indústria e da Defesa	Não pertinente	Não pertinente

Continua

Quadro 2 – Continuação

Mecanismos formais de controle dos investimentos estrangeiros diretos em algumas economias industrializadas

	EUA	Japão	França	Alemanha	Reino Unido
Processo de revisão	- Período de revisão em 30 dias - Período de investigação em 45 dias - Período de revisão pelo presidente em 15 dias	- Período de revisão em 30 dias - Período máx. extensão até 5 meses	- 1 mês	Não pertinente	Não pertinente
Apelação judicial	- Não	- Sim	- Sim	Não pertinente	Não pertinente
Avaliação caso a caso	- Sim	- Sim - Ausência de critérios formais para avaliação	- Sim - Ausência de critérios formais para avaliação	Não pertinente	Não pertinente
Evidência	- 1 caso obstruído	- Nenhum desde as revisões da lei em 1992	- 9 rejeitados em 1992, 1993, 1994 por questões de ordem pública	- Poderes sob Lei do Comércio Exterior (Foreign Trade Law) nunca invocados	- Poderes sob Lei da Indústria (Industry Act) de 1975 nunca invocados

Fonte: US General Accounting Office, OECD, DB Research, apud Kern (2007, p. 10).