



Nascido em Niterói (RJ), o autor integra a carreira diplomática desde 1997. Na Secretaria de Estado, exerce desde 2011 a chefia da divisão responsável pelas negociações comerciais do Mercosul com parceiros extrarregionais em desenvolvimento, tendo atuado anteriormente nas áreas de integração latino-americana e meio ambiente e desenvolvimento sustentável. No exterior, serviu entre 2005 e 2011 nas Embaixadas do Brasil em Washington e Berna. Bacharel em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (1996) e Mestre em Relações Internacionais pela Universidade de Brasília (2004), graduou-se em 1999 no programa de formação do Instituto Rio Branco, onde também concluiu o Curso de Altos Estudos (CAE), em 2011.

O estado de crise na economia mundial desde 2007 deslocou os investidores soberanos do lugar de destaque que ocupavam até então entre as principais preocupações dos Governos, sobretudo nos países desenvolvidos. A mudança nas prioridades dos países e da comunidade internacional não fez desaparecer, contudo, os fatores por trás da emergência desses atores econômicos globais, nem as razões que recomendam atenção aos investimentos realizados por essas entidades estatais ou a seu papel no atual cenário econômico.

Este livro busca definir aspectos da trajetória dos investidores soberanos, a origem de seu capital, suas características e estratégias de investimento, sublinhando algumas diferenças em relação aos investidores estrangeiros privados, que podem requerer abordagem específica por parte dos países receptores de seus investimentos. Aborda também a posição particular do Brasil nesse tema, por figurar tanto como alvo do interesse de investidores soberanos, quanto como detentor de amplas reservas em moeda estrangeira e de um fundo soberano próprio.



## INVESTIDORES SOBERANOS, POLÍTICA INTERNACIONAL E INTERESSES BRASILEIROS

Elias Luna Almeida Santos

FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO

Os investidores soberanos são a nova face da globalização financeira e simbolizam o papel crescente do Estado nos fluxos de investimentos transnacionais. Este livro, baseado em trabalho do autor para o Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, aborda as condições econômicas que permitiram o fortalecimento desses investidores, os desafios políticos derivados de seu caráter estatal e as possíveis medidas de precaução por parte dos países que recebem seus investimentos, com particular atenção ao caso brasileiro.

INVESTIDORES SOBERANOS,  
POLÍTICA INTERNACIONAL  
E INTERESSES BRASILEIROS

Elias Luna Almeida Santos

FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO

INVESTIDORES SOBERANOS,  
POLÍTICA INTERNACIONAL  
E INTERESSES BRASILEIROS

MINISTÉRIO DAS RELAÇÕES EXTERIORES

*Ministro de Estado*      Embaixador Antonio de Aguiar Patriota  
*Secretário-Geral*      Embaixador Eduardo dos Santos

FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO



*Presidente*      Embaixador José Vicente de Sá Pimentel

*Instituto de Pesquisa de  
Relações Internacionais*

*Centro de História e  
Documentação Diplomática*

*Diretor*      Embaixador Maurício E. Cortes Costa

*A Fundação Alexandre de Gusmão, instituída em 1971, é uma fundação pública vinculada ao Ministério das Relações Exteriores e tem a finalidade de levar à sociedade civil informações sobre a realidade internacional e sobre aspectos da pauta diplomática brasileira. Sua missão é promover a sensibilização da opinião pública nacional para os temas de relações internacionais e para a política externa brasileira.*

Ministério das Relações Exteriores  
Esplanada dos Ministérios, Bloco H  
Anexo II, Térreo, Sala 1  
70170-900 Brasília, DF  
Telefones: (61) 2030-6033/6034  
Fax: (61) 2030-9125  
Site: [www.funag.gov.br](http://www.funag.gov.br)

Elias Luna Almeida Santos

INVESTIDORES SOBERANOS,  
POLÍTICA INTERNACIONAL  
E INTERESSES BRASILEIROS



Brasília-DF, 2013

Direitos de publicação reservados à  
Fundação Alexandre de Gusmão  
Ministério das Relações Exteriores  
Esplanada dos Ministérios, Bloco H  
Anexo II, Térreo  
70170-900 Brasília-DF  
Telefones: (61) 2030-6033/6034  
Fax: (61) 2030-9125  
Site: [www.funag.gov.br](http://www.funag.gov.br)  
E-mail: [funag@itamaraty.gov.br](mailto:funag@itamaraty.gov.br)

**Equipe Técnica:**

Eliane Miranda Paiva  
Fernanda Antunes Siqueira  
Guilherme Lucas Rodrigues Monteiro  
Jessé Nóbrega Cardoso  
Vanusa dos Santos Silva

**Projeto Gráfico e Capa:**

Yanderson Rodrigues

**Programação Visual e Diagramação:**

Gráfica e Editora Ideal

---

Impresso no Brasil 2013

S237

SANTOS, Elias Luna Almeida.

Investidores soberanos, política internacional e interesses brasileiros / Elias Luna Almeida Santos – Brasília : FUNAG, 2013.  
345 p.; 23 cm.

ISBN: 978-85-7631-426-4

1. Política internacional. 2. Brasil. I. Fundação Alexandre de Gusmão.

CDU: 327

---

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Talita Daemon James – CRB-7/6078  
Depósito Legal na Fundação Biblioteca Nacional conforme Lei nº 10.994, de 14/12/2004.

# Conselho Editorial da Fundação Alexandre de Gusmão

Presidente: Embaixador José Vicente de Sá Pimentel  
*Presidente da Fundação Alexandre de Gusmão*

Membros: Embaixador Jorio Dauster Magalhães  
Embaixador Ronaldo Mota Sardenberg  
Embaixador Georges Lamazière  
Ministro Luís Felipe Silvério Fortuna  
Ministro José Humberto de Brito Cruz  
Professor Francisco Fernando Monteoliva Doratioto  
Professor José Flávio Sombra Saraiva  
Historiador Clodoaldo Bueno





*Para Bettina, Henrique, Alice e Mathias.*



## Apresentação

A concepção, pesquisa e redação deste trabalho ocorreram entre o auge da crise econômica e financeira mundial, no final de 2008 e início de 2009, e o ensaio de recuperação econômica em 2010/2011, com a crise da zona do euro delineando-se no horizonte. Passado mais de um ano e meio da conclusão do trabalho escrito, a persistência da instabilidade econômica ainda deixa em segundo plano a preocupação – bastante presente nos anos imediatamente precedentes ao início das turbulências no mercado financeiro norte-americano, em 2007 – com a emergência dos investidores soberanos como atores econômico-financeiros de importância sistêmica.

O futuro dos investidores soberanos está fortemente ligado a desdobramentos macroeconômicos no plano internacional, em especial o encaminhamento do tema dos chamados “desequilíbrios globais”. Essas tendências, inclusive por força de ações coordenadas no âmbito de foros internacionais, como o G20, não necessariamente favorecerão a continuidade do substancial crescimento recente dos inves-

tidores soberanos. Ainda que se verifique o melhor cenário possível de reequilíbrio econômico mundial, que leve a uma desaceleração da acumulação de reservas em moeda estrangeira por países exportadores de petróleo e pelas economias exportadoras de manufaturados da Ásia, apenas o estoque de capital acumulado por essa categoria de investidores já mereceria atenção especial tanto por parte dos governos de países individuais que recebem seus capitais, quanto por parte dos mecanismos de governança do sistema financeiro internacional.

Assim como outros agentes do mundo financeiro, os investidores soberanos enfrentam atualmente as dificuldades da conjuntura econômica e adotam uma postura defensiva nas suas operações no exterior, buscando adequar sua exposição a ativos de risco e diminuir sua presença em áreas economicamente turbulentas. Isso ocorre parcialmente em resposta a pressões internas em seus países de origem, que refletem a sensibilidade de qualquer sociedade a problemas de gestão dos recursos públicos.

Uma vez estabilizado o sistema financeiro, no entanto, poucos atores econômicos reunirão condições tão favoráveis quanto os investidores soberanos, sobretudo em termos de disponibilidade de capital, para tirar proveito da recuperação econômica e moldar as finanças internacionais e a economia mundial. Ao analisar a atuação dos investidores soberanos, buscou-se evitar, neste trabalho, apego excessivo às formas institucionais mais típicas assumidas pelos investidores soberanos e identificar o interesse, a influência e o poder financeiro dos Estados em diferentes hipóteses de investimento no exterior. As preocupações fundamentais a que o trabalho tenta oferecer respostas podem ser resumidas como a seguir:

1) os investidores soberanos são sintomas de um novo equilíbrio de forças entre Estados e mercados ou atores privados nas relações internacionais, em contraste com a ideia da globalização como processo descentralizado, conduzido sobretudo pelo setor privado, com o enfraquecimento progressivo das fronteiras e autoridades nacionais;

2) os investidores soberanos coincidem com uma redistribuição de poder econômico na direção das economias dinâmicas do mundo em desenvolvimento;

3) à característica anterior, de certa forma virtuosa para o sistema, associa-se uma outra nem tão virtuosa, que é a vinculação razoavelmente próxima entre a ascensão dos investidores soberanos e profundas assimetrias entre os países no que diz respeito ao estado de suas contas externas, problema que também está ligado à sucessão de crises financeiras que presenciamos desde pelo menos o final de 2007;

4) ao mesmo tempo em que refletem mudanças na ordem mundial, os investidores soberanos podem constituir instrumentos dessas mudanças, na medida em que busquem traduzir, de forma mais ou menos explícita, esse poder econômico em vantagem estratégica.

Do ponto de vista filosófico, o foco na presença crescente de agentes estatais nas finanças internacionais suscita reações contraditórias. Assim, um defensor da liberdade de capitais pode encontrar-se na posição atípica de defensor de agentes financeiros estatais. Inversamente, um partidário da primazia do investimento estrangeiro privado pode ser visto na posição não tão liberal de adepto de restrições à livre movimentação de capitais, tendo como alvo os investidores soberanos. O Brasil experimenta as duas facetas dessa realidade, como foco de atração de investimentos soberanos, o que pode despertar preocupações estratégicas e

reações nacionalistas contrárias a investidores soberanos, e possuidor de um fundo soberano próprio, possível indutor de um interesse em maior liberalização dos movimentos de capitais no plano internacional ou, no mínimo, em maior segurança jurídica para esses fluxos.

Aproveito esta apresentação para registrar minha gratidão aos chefes, amigos, colegas e contatos de fora do Ministério que me deram apoio indispensável para a realização do trabalho original e, por extensão, deste livro. A Embaixadora Maria Stela Pompeu Brasil Frota e o Conselheiro Unaldo Eugênio Vieira de Sousa permitiram-me as melhores condições possíveis para o desenvolvimento do trabalho. Um especial agradecimento vai também para todos os companheiros e amigos da Embaixada em Berna. Maria do Perpétuo Socorro Costa dos Santos e José Luiz dos Santos Costa ajudaram-me, por exemplo, a conferir as margens e a paginação de cada uma das dez cópias exigidas pelo Instituto Rio Branco. Besaci Mônica de Andrade Barros pacientemente me ensinou a fazer de modo mais simples várias tarefas maçantes de formatação do texto, que de outra maneira me teriam tomado tempo excessivo nos tensos dias finais antes da entrega do trabalho. Aida Maria Cueva velou pelos prazos e horários para a expedição da mala diplomática para Brasília. Todos – e aqui destaco Conceição Alves Hartmann e Véra Levy, minhas “vizinhas”, e Márcia Pinto Pereira – foram extremamente solidários e compreensivos ao longo da elaboração do trabalho.

Os amigos Rubens Gama Dias Filho e Jean Marcel Fernandes acompanharam as primeiras etapas do meu interesse pelo tema e deram-me estímulo para a realização da pesquisa, inclusive com comentários de grande utilidade na elaboração do projeto. Henrique Madeira Garcia Alves, do Instituto Rio Branco, era sempre prestativo e paciente no esclarecimento de dúvidas sobre aspectos do regulamento e

do cronograma do CAE. A Secretaria de Assuntos Internacionais e a Coordenação-Geral do Fundo Soberano do Brasil, ambas do Ministério da Fazenda, em especial Ernesto Serêjo Costa, forneceram-me informações úteis sobre o fundo criado pelo Governo brasileiro.

Não poderia deixar de registrar meu agradecimento também ao Instituto Rio Branco e ao Itamaraty, pela oportunidade que o CAE confere ao diplomata de dedicação e aprofundamento em área profissional de sua escolha ou predileção, bem como aos membros da Banca Examinadora do LVI CAE, cujas observações busquei incorporar na revisão do trabalho com vistas a esta publicação.

Brasília, setembro de 2012.





# Sumário

<b>Lista de figuras e gráficos .....</b>	<b>21</b>
<b>Principais siglas.....</b>	<b>23</b>
<b>Prefácio .....</b>	<b>27</b>
<b>Introdução .....</b>	<b>33</b>
<b>1. Aspectos econômicos e institucionais da ascensão dos investidores soberanos .....</b>	<b>43</b>
1.1. Construindo uma definição.....	43
1.2. Fundamentos econômicos: dois modelos de acumulação de reservas .....	48
1.2.1. Exportadores de petróleo.....	50
1.2.2. Exportadores de manufaturados da Ásia .....	56
1.3. O papel das reservas internacionais .....	60
1.4. Da gestão de reservas ao investimento soberano ..	62
1.5. Cronologia dos investidores soberanos .....	66
1.6. Tipos e objetivos de investidores soberanos .....	69

1.7. Tamanho e importância sistêmica dos investidores soberanos .....	76
1.8. Considerações finais .....	78
<b>2. Desafios políticos, estratégicos e diplomáticos dos investidores soberanos .....</b>	<b>81</b>
2.1. Considerações iniciais .....	81
2.2. Investidores soberanos, ativos estratégicos e segurança nacional .....	83
2.3. Investidores soberanos, política industrial e transferência de tecnologia .....	87
2.4. Investimentos soberanos e interação diplomática.	92
2.5. Investidores soberanos na disputa global por recursos estratégicos .....	96
2.6. Considerações finais .....	101
<b>3. Investidores soberanos, estabilidade dos mercados e desequilíbrios globais .....</b>	<b>103</b>
3.1. Considerações iniciais .....	103
3.2. Comportamento dos investidores soberanos .....	104
3.3. Investidores soberanos e desequilíbrios globais ....	108
3.3.1. Plano interno: dificuldades de ajuste nos modelos econômicos.....	113
3.3.2. Plano internacional: desafios à posição do dólar e os investidores soberanos.....	119
3.4. Considerações finais .....	124
<b>4. Reações legais e regulatórias nos Estados receptores .....</b>	<b>127</b>
4.1. Considerações iniciais: a política da reação nos Estados receptores desenvolvidos.....	127
4.2. Tipos de enfoques legais e regulatórios.....	130
4.3. Algumas noções desenvolvidas na legislação norte-americana (FINSAs 2007) .....	136

4.3.1. Aplicabilidade e processo de avaliação .....	137
4.3.2. Composição do CFIUS .....	140
4.3.3. A definição de setores estratégicos: infraestrutura e tecnologias críticas .....	141
4.3.4. Os conceitos de controle e de investidor passivo	142
4.3.5. Medidas de mitigação.....	145
4.3.6. Prestação de contas ao Congresso dos EUA .....	145
4.3.7. Resultados do FINSA 2007 .....	146
4.3.8. Impacto sobre o ingresso de capitais e risco de protecionismo financeiro .....	148
4.4. Considerações finais .....	149

<b>5. O tratamento no plano internacional: questões macroeconômicas globais e conduta dos investidores soberanos .....</b>	<b>151</b>
5.1. Considerações iniciais .....	151
5.2. A discussão sobre soluções para os desequilíbrios globais .....	152
5.2.1. G20 .....	153
5.2.2. FMI.....	160
5.3. Conduta dos investidores soberanos: o tema da transparência .....	163
5.3.1. O índice de governança ( <i>scoreboard</i> ) de Truman.	165
5.3.2. Declaração Conjunta EUA-FRS .....	167
5.3.3. O FMI e o Grupo de Trabalho Internacional dos FRS.....	169
5.3.4. Progresso de investidores soberanos em matéria de transparência.....	176
5.4. Conduta dos países receptores: o trabalho da OCDE.....	179
5.4.1. Aspectos fundamentais do <i>acquis</i> da OCDE.....	181
5.4.2. A Declaração sobre Fundos de Riqueza Soberana e Políticas dos Países Receptores.....	182

5.4.3. As Diretrizes para as Políticas de Investimentos dos Países Receptores relacionadas à Segurança Nacional.....	184
5.5. Considerações finais .....	187

## **6. O Brasil como receptor de investimentos**

<b>soberanos .....</b>	<b>189</b>
6.1. Considerações iniciais .....	189
6.2. O investimento estrangeiro no desenvolvimento brasileiro desde o pós-guerra .....	190
6.3. Investidores soberanos no Brasil.....	197
6.4. Considerações políticas e estratégicas no marco jurídico relativo a investimentos .....	201
6.4.1. Situação atual.....	201
6.4.2. Propostas para aperfeiçoamento do marco legal-regulatório.....	207
6.5. Atuação internacional do Brasil.....	212
6.5.1. Participação brasileira nos foros internacionais: avaliação e propostas .....	214
6.5.2. Incorporação do tema às agendas das relações bilaterais.....	218
6.6. Considerações finais .....	219

## **7. O Brasil como fonte de investimentos soberanos. 221**

7.1. Considerações iniciais: o Brasil como exportador de capitais.....	221
7.2. O Fundo Soberano do Brasil (FSB) .....	223
7.2.1. Debate público: financiamento e objetivos .....	224
7.2.2. Perspectivas de diferentes atores governamentais .....	228
7.2.3. Legislação: a Lei nº 11.887/2008 e decretos de regulamentação.....	231
7.3. O Fundo Social do pré-sal .....	235

7.4. O Brasil e os padrões de conduta de investidores soberanos: sugestões de enfoque .....	238
7.5. FSB, inserção internacional e política externa .....	240
7.6. Considerações finais .....	247

**Conclusões..... 249**

1. O possível retorno ao centro da agenda econômica internacional.....	249
2. Os investidores soberanos e os desequilíbrios macroeconômicos globais.....	251
3. Investidores soberanos, política internacional e política externa brasileira.....	254
4. Cenários de evolução institucional dos investidores soberanos .....	256
5. O dilema dos Estados receptores: atração de investimentos <i>versus</i> precaução .....	258
6. O Brasil como investidor soberano.....	261

**Referências bibliográficas..... 265**

**Anexos**

I – Legislação e Regulamentos do Fundo Soberano do Brasil.....	305
II – Documentos internacionais (Princípios de Santiago e Documentos da OCDE) .....	315
III – Legislação estrangeira (FINSIA 2007, EUA) .....	327



## Lista de figuras e gráficos

Figura 1 .....	51
Trajetória dos preços do petróleo (1947-2009)	
Figura 2 .....	192
Saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (1947-2009) %PIB	
Gráfico 1 .....	54
Média do saldo em conta corrente de países exportadores de petróleo (1997-2009)	
Gráfico 2 .....	58
Média do saldo em conta corrente de economias exportadoras asiáticas (1997-2011)	
Gráfico 3 .....	225
Resultado fiscal do setor público (% do PIB) (Brasil, 1996-2011)	





## Principais siglas

ADIA – *Abu Dhabi Investment Authority*  
ADIC – *Abu Dhabi Investment Council*  
ADRs – *American Depositary Receipts*  
AFF – *Australia Future Fund*  
APPIS – Acordos de Proteção e Promoção de Investimentos  
BCB – Banco Central do Brasil  
BCE – Banco Central Europeu  
BDC – Banco de Desenvolvimento da China  
BIA – *Brunei Investment Authority*  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BNS – Banco Nacional Suíço  
BRICs – Brasil, Rússia, Índia e China  
BW II – Bretton Woods II  
CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica  
CAMEX – Câmara de Comércio Exterior  
CAPM – *Capital Asset Pricing Model*  
CCBIC – Câmara de Comércio e Indústria Brasil-China  
CDFSB – Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil

CDFS – Conselho Deliberativo do Fundo Social  
CFIUS – *Committee on Foreign Investment in the United States*  
CGFFS – Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social  
CGIs – Corporações Governamentais de Investimentos  
CIC – *China Investment Corporation*  
CMFI – Comitê Monetário e Financeiro Internacional  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
CNOOC – *China National Offshore Oil Company*  
CNPC – *China National Petroleum Corporation*  
DIC – *Dubai International Capital*  
DPW – *Dubai Ports World*  
FECL – *Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law* (Japão)  
Fed – Reserva Federal (Banco Central dos EUA)  
FEES – *Fondo de Estabilización Económica y Social* (Chile)  
FFIE – Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização  
FINSA 2007 – *Foreign Investment and National Security Act of 2007*  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
Fonden – *Fondo de Desarrollo Nacional* da Venezuela  
FRS – Fundos de Riqueza Soberana  
FSB – Fundo Soberano do Brasil  
FS – Fundo Social  
FSI – *Fonds Stratégique d’Investissements* (França)  
GAFI – Grupo de Ação Financeira Internacional  
GAPP – Princípios e Práticas Geralmente Aceitas – Princípios de Santiago  
GATS – Acordo Geral sobre Comércio de Serviços  
GIC – *Government Investment Corporation*  
GPFG – *Government Pension Fund – Global* (Noruega)  
GTI-FRS – Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos de Riqueza Soberana  
IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IFIs – Instituições Financeiras Internacionais  
KIA – *Kuwait Investment Authority*  
KIC – *Korea Investment Corporation*  
KNB – *Khazanah Nasional BHD* (Malásia)  
LIA – *Libyan Investment Authority*  
Libor – *London Interbank Offered Rate*  
NIAEs – *Newly Industrialized Asian Economies*  
NWF – *National Wealth Fund* (Rússia)  
OCDE – Organização para a Cooperação e o  
Desenvolvimento Econômico  
OMC – Organização Mundial do Comércio  
OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo  
PAC – Programa de Aceleração do Crescimento  
PAM – Processo de Avaliação Mútua  
P&O – *Peninsular and Oriental Steam and Navigation Company*  
PIB – Produto Interno Bruto  
PIIE – *Peterson Institute for International Economics*  
PNDs – Planos Nacionais de Desenvolvimento (I: 1972-  
-1974 e II: 1975-1979)  
QIA – *Qatar Investment Authority*  
RF – *Reserve Fund* (Rússia)  
SAMA – *Saudi Arabia Monetary Agency*  
SEC – *Securities and Exchange Commission*  
SWFs – *Sovereign Wealth Funds*  
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo  
TNSF – *Taiwan National Stabilization Fund*  
TPR – *Trade Policy Review*  
UNOCAL – *Union Oil Company of California*



## Prefácio

N uma fria manhã do final deste inverno em Londres, o saguão do centenário hotel vitoriano “*The Landmark*” fervilhava de banqueiros, executivos, jornalistas e consultores, não só britânicos como de outras partes da Europa e Ásia, ali reunidos para um programa impensável há poucos anos: aprender, em primeira mão, direto da boca de altos funcionários do Governo brasileiro, sobre os planos nacionais nas áreas de infraestrutura e energia.

O programa seria impensável por inúmeros motivos. A ninguém ocorreria, pelo menos até 2003, quando a taxa de juros americana atingiu seu menor patamar desde 1950, alcançando 1% ao ano, que a City um dia cogitaria abandonar os títulos do Tesouro para interessar-se por projetos estruturantes. Impensável também porque era difícil imaginar que o Brasil, com seu histórico de marchas e contramarchas no caminho do desenvolvimento, viria a ser considerado porto seguro para capitais em busca de investimentos produtivos com taxas de retorno seguras e vantajosas.

Organizado por diversos órgãos do Governo brasileiro, entre eles o Departamento de Promoção Comercial e

Investimentos (DPR) do Itamaraty, em parceria com o jornal *Valor Econômico*, o evento em Londres teve por objetivo chamar a atenção de investidores internacionais para as oportunidades de bons negócios e lucros oferecidas tanto pelo Programa de Investimento em Logística nas áreas de rodovias, ferrovias, portos e aeroportos, quanto pelas novas rodadas de leilões para exploração de petróleo, previstas para 2013. Em outras palavras, tratou-se de um esforço para atrair investimentos estrangeiros para o Brasil.

Tendo ocupado o cargo de Diretor do DPR desde agosto de 2011, foi com certa surpresa que recebi o convite do diplomata Elias Luna para prefaciar a edição para o público em geral do trabalho que garantiu sua aprovação no Curso de Altos Estudos, etapa essencial para progressão na carreira diplomática. É verdade que, por ser amigo do autor e por ter com ele compartilhado etapas importantes de nossas carreiras, detenho modestas credenciais para receber tal convite. Fui surpreendido, no entanto, por conta do aparente conflito que se nota entre minha função (Diretor de um Departamento cujo objetivo é atrair investimentos para o Brasil) e o propósito do livro, que indica a necessidade de reflexão mais apurada sobre as ameaças que as inversões provenientes dos fundos soberanos podem apresentar.

A leitura do trabalho serviu para dissipar a surpresa e para entender a sagacidade da escolha de Elias Luna. Para além da amizade e da admiração, que creio nos ligar, ele chegou à conclusão de que sua argumentação e conclusões seriam de fato úteis caso conseguisse convencer até mesmo um agente público cujo *mindset* está voltado para a necessidade cotidiana de atração de investimentos, ainda mais em um momento histórico no qual o Brasil tenta se abrir para o financiamento de projetos, notadamente de infraestrutura, por meio da iniciativa privada.

Posso afirmar com tranquilidade que os argumentos e as conclusões apresentados no trabalho são contundentes e serviram para amadurecer minhas ideias com relação à independência e à profissionalização desses fundos. Os exemplos históricos de sua atuação – apesar de não serem abundantes, em função de constituírem fenômeno recente – demonstram que a utilização para fins políticos da liquidez dos fundos pode ser uma realidade bastante injusta para os países que sofrem com os desequilíbrios macroeconômicos globais, em setores, por exemplo, como o cambial. Outro problema grave para economias em desenvolvimento que visam a atrair capital de fundos soberanos é o risco de aquisição de ativos em áreas estratégicas, nas quais o interesse nacional pode eventualmente ser ameaçado, por meio de ingerência política da parte do Estado financiador do fundo soberano.

O trabalho também é importante para conhecer a real natureza das entidades conhecidas genericamente como “fundos soberanos”. Apesar de terem em comum o fato de contarem com recursos dos Estados, esses fundos são criados com objetivos e com processos decisórios (possibilidade de influência governamental) distintos. A compreensão dessas diferenças é fundamental para a elaboração de políticas públicas em setores que desejam contar com a participação desses fundos soberanos, de modo a privilegiar instituições que contem com maior grau de independência e estabilidade.

Do ponto de vista da atuação diplomática brasileira, o debate apresentado pela dissertação do diplomata é fundamental para o momento vivido pelo país a partir do primeiro decênio do novo milênio. Há interesses a defender tanto na qualidade de receptor privilegiado de investimentos quanto na atuação do Fundo Soberano Brasileiro (FSB), criado em

2008, a partir da necessidade de melhorar o gerenciamento das reservas internacionais brasileiras.

Do ponto de vista do país como receptor, o autor indica com razão que é fundamental que o Brasil garanta uma participação maior no processo de discussão acerca dos princípios que devem nortear a atuação dos fundos soberanos. O país não teve papel de relevância durante a negociação dos “Princípios de Santiago”, conjunto de boas práticas que hoje norteia a atuação dessas entidades, e a diplomacia brasileira deve atentar para futuras negociações no campo, de modo a defender interesses nacionais.

Ainda com relação ao Brasil como destino de investimentos, outro debate suscitado de modo bastante pertinente pelo presente trabalho é a necessidade de o Brasil definir qual caminho pretende tomar na proteção de setores estratégicos da economia nacional: se deseja dotar o FSB da natureza discricionária, a exemplo do “fundo francês”, o que serviria para bloquear a entrada dos fundos soberanos estrangeiros por meio do exercício de preferência de compra; ou se a regulamentação dos investimentos dos fundos soberanos será suficiente para proteger o país de eventual ingerência indevida de Estados controladores.

No que tange ao Brasil investidor, o autor traça panorama muito mais favorável, já que apesar de estar no início das suas atividades, o FSB conta com nível de transparência e gestão comparável aos grandes fundos internacionais, se não pela pressão internacional (já que se trata de um fundo relativamente pequeno) pela maturidade institucional hoje encontrada na sociedade brasileira, com uma série de órgãos de controle.

Ponto de fundamental importância apresentado no trabalho, ao menos da perspectiva da atuação diplomática brasileira, é a reflexão acerca da necessidade de o Brasil utili-



zar seus recursos destinados ao FSB para, no futuro, viabilizar investimentos em países em desenvolvimento, de modo a garantir consistência com a tradição diplomática brasileira de solidariedade, o que se coaduna com o nosso discurso e a nossa atuação internacional. Corretamente, como apresentado no trabalho, o fundo brasileiro precisa pensar também no retorno social que os seus investimentos irão ter no exterior, não apenas no retorno financeiro *stricto sensu*.

Passada a surpresa inicial, é, portanto, com muita honra que apresento este trabalho. Aos futuros leitores, posso garantir que estão diante de trabalho inovador por duas razões: trata-se aqui de fenômeno novo – o dos fundos soberanos – sob nova perspectiva – a diplomática –, o que transforma o livro, sem dúvida, em obra singular na bibliografia brasileira. A solidez do conhecimento demonstrado pelo autor, aliada a sua maturidade analítica, tornam a leitura extremamente fluida e agradável, apesar do escopo abrangente e da densidade do tema abordado.

*Rubens Gama Dias Filho*  
Brasília, março de 2013.



## Introdução

*Governments are very different from other economic actors. Their investments should be governed by rules designed with that reality very clearly in mind.*  
(Lawrence Summers)<sup>1</sup>

A primeira década do século XXI foi marcada pelo surgimento de novos polos de dinamismo econômico e influência política no sistema internacional. Um dos principais aspectos dessa redistribuição mundial de poder e riqueza tem sido a acumulação de vastas reservas internacionais por países em desenvolvimento, consequência sobretudo, embora não exclusivamente, da renda da exploração de *commodities*, como o petróleo, e de estratégias de crescimento baseadas nas exportações (*export-led growth*).

A motivação inicial para a aquisição de reservas internacionais é a prevenção contra crises no balanço de pagamentos provocadas por dificuldades de financiamento externo. Por essa razão, as reservas costumam ser investidas em aplicações de baixo risco e de elevada liquidez, como títulos públicos norte-americanos. Alcançado nível suficiente de recursos em moeda estrangeira para essa finalidade de precaução, alguns Estados passam a priorizar não só a segurança, mas também o retorno econômico de seus investimentos, o que requer mudança no perfil das aplicações no exterior, com a atribuição de maior

---

<sup>1</sup> SUMMERS, 2007. Lawrence Summers foi secretário do Tesouro dos EUA entre 1999 e 2001 e Assistente do Presidente dos EUA para Política Econômica entre 2009 e 2010.

peso a ativos de risco vinculados à “economia real”. Os investidores soberanos são entidades responsáveis pela administração desses excedentes em moeda estrangeira de seus Estados nacionais, constituindo expressão importante da capacidade financeira recentemente adquirida por alguns países e de sua ascensão a um lugar de destaque na economia mundial.

Existentes há várias décadas, os investidores devem sua ascensão como categoria de importância sistêmica nas finanças internacionais à convergência, no início deste século, entre fatores de mercado, como a subida dos preços do petróleo e de outras *commodities*, e decisões estratégicas dos governos quanto à gestão de longo prazo da riqueza derivada das tendências econômicas favoráveis.

Como executores de políticas de seus países de origem, os investidores soberanos podem ser empregados tanto para finalidades incontroversas, como poupar para as gerações futuras e atender a necessidades emergenciais da economia nacional, quanto para atingir objetivos capazes de despertar tensões no relacionamento com outros Estados e no âmbito das instâncias de governança econômica internacional. Os países receptores de seus investimentos, em contrapartida, têm aprofundado a análise sobre os investidores soberanos e formulado respostas políticas e normativas protetoras de seus interesses nacionais. O Brasil, por sua vez, tem interesses em ambas as dimensões, como receptor líquido de investimentos estrangeiros e como detentor, desde 2008, de seu próprio investidor soberano.

Um tema fundamental do trabalho é, assim, a importância adquirida pelos Estados nos fluxos de investimentos transfronteiriços, que pode repercutir tanto sobre as relações de força no sistema internacional num sentido político-estratégico mais estrito, quanto sobre a organização da economia mundial, afetando inclusive as escolhas de política econômica dos Estados, sobretudo daqueles que se sentem mais ameaçados pela nova tendência.

A decisão de alguns Estados nacionais de acumular grande quantidade de reservas, em parte confiadas a investidores soberanos com vistas a uma gestão financeira ativa, resulta em maior peso de atores estatais nas finanças internacionais. Essa realidade tem suscitado preocupação em países receptores de seus capitais, sobretudo no mundo desenvolvido, não obstante o universo dos investidores privados controle recursos que ainda superam por ampla margem os valores à disposição dos investidores soberanos.

Os investidores soberanos estão, em geral, a serviço de objetivos benignos de seus Estados de origem, como a formação de poupança para as gerações futuras, especialmente importante no caso de economias dependentes da exploração de recursos finitos e não renováveis, a diversificação da riqueza nacional e o auxílio às economias nacionais em momentos de dificuldade. Do ponto de vista dos países receptores, seus investimentos contribuem para o financiamento de déficits externos e para uma maior disponibilidade de capital, que pode ser utilizada em finalidades produtivas.

O volume crescente de recursos à disposição dos investidores soberanos provoca desconfiança, no entanto, de que seu poderio financeiro seja engajado na realização de objetivos estratégicos de seus Estados de origem, mediante a aquisição de ativos sensíveis no exterior em setores como matérias-primas, recursos energéticos e infraestrutura, bem como a absorção de tecnologias de empresas adquiridas. Existe receio, ainda, de que os Estados possam utilizar oportunidades de interação diplomática de alto nível para obter tratamento especial ou a limitação de perdas financeiras de seus investidores soberanos, exercendo pressão especialmente sobre economias dependentes de financiamento externo e introduzindo distorções no funcionamento das economias de mercado.

A crise financeira global de 2007-2009<sup>2</sup> ofereceu demonstração das possibilidades e riscos representados pelos investidores soberanos.

---

2 A última crise econômico-financeira internacional será com frequência referida neste trabalho como a “crise de 2007-2009”. O período escolhido baseia-se na duração da recessão nos EUA, epicentro da crise, que começou em

Naquela conjuntura, os investidores soberanos, ainda que por interesse próprio, atuaram como forças estabilizadoras, atendendo a demandas urgentes de capital por parte de instituições financeiras em dificuldade do mundo desenvolvido.<sup>3</sup> A crise expôs, ao mesmo tempo, a vulnerabilidade de um setor crítico da economia a atores estrangeiros com vasta capacidade aquisitiva e tolerância ao risco superior à de investidores privados desprovidos de apoio estatal.

A crise também contribuiu para a afirmação política dos investidores soberanos, bem como de seus Estados patrocinadores, ao desencadear reflexão sobre o papel do Estado, não só no plano interno das economias, mas também como fonte de soluções no plano internacional. A experiência de intervenção governamental para a estabilização e recuperação das economias atingidas pela crise tem contribuído para visão mais receptiva a alguma dose de empreendedorismo por parte do Estado, em acréscimo a sua função reguladora, o que beneficia indiretamente agentes financeiros estatais como os investidores soberanos.<sup>4</sup>

Esse quadro tende a alterar-se com a continuidade da recuperação econômica mundial após a crise. Ensaia-se reabilitação do conservadorismo econômico em vários países desenvolvidos, bem como a crítica ao “capitalismo de Estado”, que seria praticado em algumas economias emergentes, o que se reflete na opinião do público e da classe política sobre os investidores soberanos.<sup>5</sup>

As preocupações políticas e econômicas relacionadas à ascensão dos investidores soberanos no sistema financeiro internacional já levam alguns Estados a reavaliar seus mecanismos de controle sobre os investimentos estrangeiros, de modo a desestimular aquisições

---

dezembro de 2007 e terminou em junho de 2009, a mais longa do pós-Segunda Guerra Mundial, conforme cálculo do *National Bureau of Economic Research* (NBER), em <<http://www.nber.org>> (acesso em 3/1/2011).

3 El-ERIAN, 2010, p. 45.

4 Stephen Cohen e Bradford DeLong comentam que o pensamento econômico reconhecia a inevitabilidade de uma “economia mista” até as crises ou choques inflacionários dos anos 1970, que alteraram o ambiente intelectual em favor de políticas monetária e fiscal mais restritivas, desregulamentação e redução da participação direta do Estado na economia e nas atividades empresariais (COHEN e DeLONG, 2010, pp. 43-64).

5 BREMMER, 2010.

politicamente motivadas por parte de entidades vinculadas a Estados estrangeiros, sobretudo em áreas de importância para a segurança nacional.

As reações dos países receptores têm sido cautelosas. A maioria das legislações nacionais, inclusive a brasileira, não contempla especificamente a questão dos investidores soberanos, em parte devido à novidade de sua importância sistêmica. Os enfoques normativos em matéria de investimentos estrangeiros variam, ademais, desde o estabelecimento de processos de avaliação caso a caso, sem proibições taxativas de investimentos em determinados setores, até restrições setoriais explícitas. Alguns países, como os EUA, modificaram recentemente seus mecanismos legais de supervisão dos investimentos estrangeiros para aumentar a vigilância sobre entidades ligadas a Estados estrangeiros. De forma geral, a tendência é que cada país busque resguardar seus interesses de longo prazo, evitando causar percepção de hostilidade em relação a capitais estrangeiros, sob risco de afugentar tanto o investimento indesejado quanto aquele que corresponde aos interesses do conjunto da economia.

No plano internacional, as iniciativas de tratamento do tema redundaram, até o momento, em padrões voluntários de conduta tanto para os investidores soberanos, quanto para os países receptores, em discussões coordenadas, respectivamente, no âmbito do FMI e da OCDE. De um lado, os investidores soberanos e seus Estados de origem se dispõem a aumentar o grau de transparência de suas políticas e operações, com a adoção de regras de boa governança e de prestação de contas. De outro, os países receptores, sobretudo do mundo desenvolvido, declaram intenção de não adotar restrições aos investimentos dessas entidades a não ser em situações de risco para a segurança nacional.

Ainda que riscos político-estratégicos possam ser contidos por meio de medidas e políticas de caráter limitado, tanto no plano interno quanto no plano internacional, a ascensão dos investidores soberanos é também sintoma de uma mudança na forma de relaciona-

mento econômico entre economias desenvolvidas e emergentes, capaz de aumentar o grau de conflito no sistema internacional. O conjunto dos países em desenvolvimento produz, no presente, a maior parcela da soma dos superávits em transações correntes (saldo comercial de bens e serviços, remessas e transferências unilaterais), o oposto sendo registrado no conjunto dos países desenvolvidos. A geração de vultosos superávits na conta corrente do balanço de pagamentos por países em desenvolvimento produziu, na última década, inversão dos fluxos de capitais do sentido “Norte-Sul” para o sentido “Sul-Norte”, o que configura situação inusitada, não necessariamente duradoura, de financiamento das economias maduras pelas economias emergentes.

Embora no geral um desdobramento positivo, a concentração de superávits e a acumulação de reservas internacionais no mundo em desenvolvimento têm beneficiado de modo especial dois grupos de países. O primeiro é constituído pelos países exportadores de petróleo, beneficiados pela substancial elevação dos preços da *commodity* desde o início dos anos 2000. O segundo grupo é representado pelas economias exportadoras asiáticas, que, desde as crises financeiras do final dos anos 1990, consolidaram um modelo de crescimento baseado nas exportações, com vistas à redução de sua vulnerabilidade externa e a uma inserção vantajosa na economia internacional.

A contrapartida desses elevados superávits tampouco é distribuída igualmente dentro do mundo desenvolvido, havendo países com déficits severos e persistentes, como os EUA, e outros, como Alemanha e Japão, que apresentam saldo externo positivo. Em compensação, países em desenvolvimento, como o Brasil e a Índia, têm registrado déficits, ainda que situados em patamares sustentáveis. A intensa acumulação de ativos em moeda estrangeira, inclusive por meio de investidores soberanos, antes vista como consequência dos superávits, é apontada de modo crescente como causa desses desequilíbrios. Especialmente no caso dos países asiáticos, essa política funcionaria como mecanismo de depreciação cambial e de promoção da competitividade



exportadora, ao gerar demanda por moedas estrangeiras, particularmente o dólar, e contribuir para manter desvalorizadas as moedas nacionais desses países.

A redução desses desequilíbrios interessa, portanto, tanto a países desenvolvidos quanto a países em desenvolvimento, considerando a diversidade no interior de cada grupo. A sustentabilidade do quadro atual dependerá em grande medida das características do crescimento nas diferentes economias nos próximos anos (com predomínio do consumo interno ou das exportações), que poderão atenuar ou agravar as assimetrias entre as contas externas dos países, bem como do teor de eventuais resultados negociadores internacionais.

A despeito dos avanços na discussão do tema no G20, em sua qualidade de principal foro mundial de coordenação em matéria econômica, verifica-se que pouco foi alcançado até o momento em termos de reequilíbrio efetivo da economia mundial. O cenário mais provável é de persistência de um arranjo instável, em que alguns países toleram déficits substanciais, desde que assegurado o ingresso de capitais estrangeiros para o seu financiamento, provavelmente originários dos países cujas políticas são acusadas de causar os desequilíbrios. Não se descarta, contudo, a possibilidade de que a falta de entendimento internacional sobre o tema precipite ações unilaterais protecionistas, tanto financeiras quanto comerciais, que redundariam em prejuízo para países deficitários e superavitários.

Nesse contexto ainda marcado por indefinição sobre a melhor forma de conciliar interesses potencialmente contraditórios (por exemplo, proteger a segurança nacional ou manter um ambiente amistoso ao investidor estatal estrangeiro), a situação do Brasil tem características particulares. A exemplo de outras economias dinâmicas do mundo em desenvolvimento, o País detém volume substancial de reservas internacionais e um fundo de investimentos próprio; ao mesmo tempo, necessita atrair investimentos externos, inclusive de investidores soberanos, para o financiamento de um moderado déficit na conta corrente do balanço de pagamentos.

As preocupações do Brasil, como receptor de capitais, são semelhantes às de outros países no tocante aos desafios reais e potenciais dos investidores soberanos, em seu interesse na obtenção de controle sobre ativos estratégicos no País. É necessário, na frente interna, maior conhecimento sobre a presença dos investidores soberanos no Brasil, bem como considerar a formalização de limites materiais ou procedimentos de avaliação do ingresso de capitais estrangeiros com implicações estratégicas. Na frente externa, interessa ao Brasil, em sua participação nos foros internacionais, abordagem que reconheça a legitimidade de preocupações defensivas, com o mínimo possível de prejuízo à fluidez dos movimentos internacionais de capitais.

Ao mesmo tempo em que atrai a atenção de investidores soberanos para ativos e empresas em seu território, o Brasil também tem interesses de país investidor, não só em função de suas amplas reservas internacionais, mas também em virtude da criação, em 2008, do Fundo Soberano do Brasil (FSB). Seu estabelecimento significa, a princípio, um instrumento adicional de apoio à economia nacional, sobretudo em momentos de dificuldade. O Fundo pode contribuir ainda, na dimensão política, para a ampliação da inserção externa do Brasil, considerando que um de seus objetivos legais é fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior. Desse modo, o FSB tanto pode atender a propósitos de política econômica, quanto, indiretamente, auxiliar a política exterior, dentro da prioridade geral de promoção do desenvolvimento.

Por fim, cabe nesta Introdução uma breve explicação sobre as fontes e a metodologia utilizadas no trabalho. Se, no tratamento político e diplomático da questão, alguns comentários e propostas são baseados nas fontes primárias (especialmente expedientes telegráficos do Ministério das Relações Exteriores e textos legais), a análise econômica sobre os investidores soberanos incluída na tese consiste, sobretudo, numa síntese crítica da literatura produzida sobre o tema por economistas, bancos de investimentos, empresas de consultoria e

organismos multilaterais, configurando-se neste caso um predomínio das fontes secundárias. Alguns dados estatísticos, no entanto, foram extraídos de fontes oficiais, inclusive em forma de gráficos.

Quanto ao marco teórico, menciona-se no título do trabalho o conceito de política internacional. Sem desconhecimento da existência de visões mais cooperativas do sistema internacional, propõe-se adotar a definição realista de Hans Morgenthau, que define política internacional como “luta pelo poder”. Para Morgenthau, “não importa quais sejam os fins últimos da política internacional, o poder é sempre o objetivo imediato”.<sup>6</sup>

O foco na política internacional implica avaliar as formas pelas quais os investidores soberanos poderiam traduzir a sua crescente importância econômica em vantagem estratégica para seus Estados de origem, com impacto nas relações entre os países e no funcionamento das estruturas internacionais de governança econômica e financeira.<sup>7</sup>

Os indicadores para um diagnóstico de risco político ou econômico dos capitais originários de investidores soberanos são retirados tanto da literatura sobre o tema, quanto da análise dos processos de aperfeiçoamento normativo empreendidos nos últimos anos pelos governos, como o conceito de “infraestrutura crítica” da legislação norte-americana, o de “controle” sobre um ativo ou empresa do Estado receptor e a definição de setores considerados sensíveis. De forma indutiva, despontam da análise elementos possivelmente úteis para a ação governamental, devendo ser ressaltado que percepções acentuadas de risco e uma atitude

---

6 MORGENTHAU, 1993[1948], p. 29 [tradução livre]. Ver, para contraste, autores de orientação “neoliberal”, como Robert Keohane, para os quais a ordem e os regimes no sistema internacional se sustentam não somente com base na hegemonia ou em relações de poder, mas também na existência de interesses comuns (KEOHANE, 1984); ou “construtivista”, como Alexander Wendt, para os quais a anarquia internacional tem as características, conflituosas ou não, que lhe confere a evolução na identidade dos Estados, a partir de suas interações mútuas e com a estrutura ou sociedade internacional como um todo (“anarchy is what states make of it” – WENDT, 1999, p. 6).

7 GILPIN, 2001, p. 78. Reproduz-se sua formulação sobre a perspectiva do analista das relações internacionais e também de agentes governamentais: “Whereas the science of economics emphasizes the efficient allocation of scarce resources and the absolute gains enjoyed by everyone from economic activities, state centric scholars of international political economy emphasize the distributive consequences of economic activities. (...) Governments are concerned about the terms of trade, the distribution of economic returns from foreign investment, and, in particular, the relative rates of economic growth among national economies.”

de precaução, ao lado de fatores objetivos, podem influenciar o comportamento dos países em resposta ao desafio dos investidores soberanos, em razão das implicações do tema para a segurança nacional e a posição relativa entre os Estados no plano internacional.

Quanto à estrutura do trabalho, descreve-se, no Capítulo 1, a trajetória político-institucional dos investidores soberanos, bem como suas origens econômicas a partir da acumulação de reservas em moeda estrangeira por países em desenvolvimento superavitários no balanço de transações correntes, deixando alguns países desenvolvidos deficitários, em particular os EUA, na posição de receptores de seus capitais excedentes.

Nos Capítulos 2 e 3, apresentam-se as implicações advindas do surgimento dos investidores soberanos como atores importantes na cena financeira internacional, com destaque para seu impacto sobre interesses político-estratégicos e sobre a estabilidade e governança da economia internacional. Nos Capítulos 4 e 5, em que são descritas as reações defensivas dos governos, o objetivo é retratar os esforços de regulamentação interna e internacional na matéria, inclusive em resposta a pressões políticas, com a preocupação de causar mínimo dano aos fluxos internacionais de capitais.

São destacados, em seguida, nos Capítulos 6 e 7, os interesses específicos do Brasil, na qualidade de receptor de investimentos soberanos, cuja presença no mercado brasileiro ainda não é totalmente conhecida, e como controlador do Fundo Soberano do Brasil.

Na conclusão, são tecidas considerações sobre o futuro dos investidores soberanos em face dos desdobramentos no sistema financeiro internacional e das políticas governamentais tanto nos Estados patrocinadores dessas entidades, quanto nos receptores de seus investimentos. A conclusão será igualmente oportunidade para avaliar possibilidades de ação governamental para minimizar os custos políticos e diplomáticos da transição do Brasil de receptor de investimentos soberanos para a condição de País investidor.

## Capítulo 1

# Aspectos econômicos e institucionais da ascensão dos investidores soberanos

### 1.1. Construindo uma definição

Merece uma explicação preliminar a escolha para o título deste trabalho da expressão “investidores soberanos” e não “fundos de riqueza soberana” (FRS), ou *sovereign wealth funds* (SWFs), na sua versão em inglês. A denominação “fundos” surgiu em 2005 e permanece usual até o presente.<sup>8</sup> Com a passagem do tempo e a multiplicação de agências estatais de investimentos, tem-se verificado, no entanto, que as funções desempenhadas pelos mais conhecidos FRS, de alocação de recursos em moeda estrangeira de um Estado em ativos no exterior, podem ser assumidas por entidades com diversos desenhos institucionais, em conjunto ou não com outras atribuições de política pública financeira.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Sua autoria é atribuída a Andrew Rozanov especialista em clientes soberanos do banco de investimentos norte-americano *State Street Global Advisors* (Apud BREMMER, 2010, p. 214).

<sup>9</sup> Embora o foco principal deste trabalho seja o investimento direto estrangeiro (IDE) de origem soberana, que denota um interesse do investidor estrangeiro num relacionamento duradouro com a empresa adquirida ou na qual o investimento é realizado (OCDE, 2008d), o investimento de portfólio, em ativos financeiros que podem ser adquiridos e alienados no curto prazo apenas para a obtenção de retorno financeiro, também é de interesse para o trabalho, tendo em vista sobretudo seu impacto macroeconômico.

Em depoimento perante a Comissão Bancária do Senado norte-americano, em novembro de 2007, Edwin Truman, do *Peterson Institute for International Economics*, afirmou que os FRS “são apenas uma forma de investimento transfronteiriço governamental; outras formas incluem as reservas em moeda estrangeira, outras ‘coleções’ frouxamente organizadas de ativos estrangeiros e instituições financeiras ou não financeiras possuídas ou controladas por governos”. Assim, prossegue Truman, “os FRS representam uma novidade apenas como um termo descritivo”.<sup>10</sup>

Ao invés de adotar como objeto do trabalho a figura institucional do FRS, preferiu-se uma abordagem menos formalista da expansão do investimento transfronteiriço com recursos estatais,<sup>11</sup> que coincide na maior parte dos casos com o modo de operação dos FRS, mas que pode ser exercida por outras entidades, inclusive por bancos centrais. Um exemplo de banco central que pratica funções de FRS, ou de “otimização” do retorno sobre a aplicação de reservas em moeda estrangeira, é fornecido pelo Banco Nacional Suíço (BNS), que, simultaneamente à administração tradicional das reservas internacionais, há muitos anos investe em ações e outras formas de ativos alternativos com algum sucesso.<sup>12</sup> Inversamente, a *Government Investment Corporation* (GIC), o principal investidor soberano de Cingapura, administra reservas internacionais em favor da autoridade monetária daquele país, assim como ativos previdenciários pertencentes a indivíduos.<sup>13</sup>

As definições existentes refletem esse dilema entre forma e função dos investidores, bem como os diferentes interesses regulatórios entre Estados patrocinadores de investidores soberanos e Estados receptores de seus investimentos. Neste trabalho, será necessário partir de definições de FRS para construir definição mais ampla de investido-

---

10 TRUMAN, 2007b, p. 2 (tradução livre).

11 Ver CLARK e MONK, 2010. Os autores realizam discussão teórica sobre “forma” e “função” aplicada aos FRS. Presumem, entretanto, ligação mais rígida entre o formato institucional e a missão de cada fundo.

12 O’NEILL, 2007, pp. 3-4.

13 BLUNDELL-WIGNALL, HU e YERMO, 2008, p. 6.

res soberanos. Destaca-se, inicialmente, a definição formulada pelos próprios fundos soberanos no Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos de Riqueza Soberana (GTI-FRS), a qual é reproduzida a seguir:

SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports.<sup>14</sup>

O principal problema da definição reside na caracterização dos FRS como “fundos ou arranjos de investimentos especializados (*special purpose*)”, considerando os casos mencionados do banco central suíço e da GIC de Cingapura. O texto também não reflete adequadamente o espectro de ativos aos quais os investidores podem alocar seus recursos, não havendo impedimento a que sejam utilizados para adquirir ativos não financeiros, embora tal prática não seja usual.<sup>15</sup>

Segundo o GTI-FRS, em parágrafo explicativo, a definição exclui, entre outros, as reservas em moeda estrangeira administradas pelas autoridades monetárias para as finalidades de gestão do balanço de pagamentos ou da política monetária, operações de empresas estatais no “sentido tradicional”, fundos de pensão de funcionários governamentais ou ativos geridos em favor de indivíduos.<sup>16</sup> A julgar pela composição do GTI-FRS, tema do Capítulo 5, a definição inclui entidades controladas por governos no nível subnacional, o que constitui no mínimo uma contradição terminológica. Como esses elementos explicati-

14 GTI-FRS (GAPP), 2008, p. 27. O GTI-FRS é tratado no Capítulo 5.

15 Ver, por exemplo, ADIA (2010, p. 11). O investidor soberano de Abu Dhabi investe em ativos imobiliários, embora plausivelmente possa obter exposição a esses ativos por meio de instrumentos financeiros.

16 GTI-FRS, 2008, p. 27.

vos não foram integrados nem se depreendem facilmente da definição proposta, o que reflete o seu caráter de texto negociado politicamente, sua utilidade operacional é prejudicada no contexto deste trabalho.

O Departamento do Tesouro dos EUA define os FRS como veículos governamentais de investimentos financiados por ativos em moeda estrangeira e administrados em separado das reservas internacionais oficiais.<sup>17</sup> Trata-se de definição ampla quanto aos tipos institucionais que os FRS podem assumir, porém restritiva quanto aos ativos possuídos pelos fundos, que devem ser denominados em moeda estrangeira. Interessa ao Tesouro dos EUA, portanto, apenas a atividade internacional dos fundos, consequência das preocupações com a segurança nacional e o impacto dos fundos sobre o quadro macroeconômico global.

O viés internacional desses investidores também é sublinhado por Dionísio Dias Carneiro e Mônica de Bolle, que definem os FRS como “veículos desenhados para gerir uma parte das reservas internacionais sob uma ótica de risco-retorno (e não apenas de liquidez, como fazem os bancos centrais) e, em alguns casos, também para aliviar o esforço de uma política monetária sobrecarregada de objetivos”.<sup>18</sup>

Truman define os FRS de forma abrangente, como blocos separados de ativos controlados por governos, que incluem alguns ativos internacionais. O autor considera que, independentemente de seus objetivos específicos, mandatos e formas de financiamento, todos esses conjuntos de recursos apresentam desafios comuns de governança ou boas práticas, principal objeto de sua pesquisa.<sup>19</sup>

Feita esta breve revisão de definições presentes na literatura sobre o tema, verifica-se que não há consenso em torno de questões

---

17 LOWERY, 2008.

18 CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 8. A preocupação dos autores é que a definição da taxa de juros pelo Banco Central tenha que atender simultaneamente ao objetivo de administrar a taxa de inflação e de influenciar a taxa de câmbio, uma vez que os juros podem representar incentivo ou desincentivo para o ingresso de capitais. Assim, um investidor soberano pode ajudar o banco central de seu país a concentrar-se em sua missão principal, que é a estabilidade da moeda.

19 TRUMAN, 2008b, p. 1.



fundamentais. Ora se propõe que os FRS são o todo formado por uma grande variedade de fundos ou entidades, ora se considera que os FRS são parte específica de um conjunto maior de ativos controlados por governos. Algumas definições admitem a aplicação interna de recursos desses investidores, enquanto que outras cobrem apenas a vertente internacional de suas alocações financeiras. Parece haver confusão, ainda, nas definições apresentadas, entre a composição dos recursos dos fundos (moeda e ativos estrangeiros ou nacionais) e as fontes de financiamento dos investidores, que incluiriam desde os superávits externos até as receitas fiscais internas resultantes da arrecadação tributária ou da privatização de ativos, convertidas em moeda estrangeira por meio de operações de mercado, afora a possibilidade de emissão de títulos públicos.

A expressão “investidores soberanos” não é uma originalidade deste trabalho, sendo utilizada pela consultoria McKinsey na última atualização de seu estudo sobre o tema.<sup>20</sup> Com o objetivo de acolher os principais elementos das propostas acima a respeito dos FRS e tentar superar algumas de suas contradições, motivadas sobretudo pela duplicação de atividades entre diferentes instituições governamentais e pelas diversas modalidades de capitalização desses investidores, propõe-se, a seguir, uma definição que reúne aspectos de vários textos existentes mas não constitui reprodução de nenhum deles:

Investidores soberanos são entidades controladas por Estados nacionais que recebem a atribuição de administrar recursos em moeda estrangeira, adicionais às reservas internacionais geridas em conformidade com a missão das autoridades monetárias, para a aquisição de ativos localizados principalmente no exterior, atividade financeira que pode ser realizada de forma exclusiva ou em conjunto com outras funções, para o cumprimento de objetivos de política pública de seus controladores estatais.

---

20 MCKINSEY, 2009, pp. 9, 16. A McKinsey evita de modo geral a denominação FRS, preferindo desagregá-los em *petrodollar foreign assets/investors* e *Asian sovereign investors*.

A escolha do termo “investidores soberanos”, com a definição da página anterior, tem os seguintes méritos. Em primeiro lugar, alinha-se de forma mais precisa com o universo de preocupações dos Estados receptores, para os quais importa mais o caráter estatal das instituições estrangeiras que atuam em seu território do que a forma jurídica exterior por elas assumida. Segundo, evita a caracterização automática das divisas estrangeiras acumuladas pelos investidores soberanos como “riqueza”, considerando os diferentes mecanismos de formação de reservas internacionais. Terceiro, reconhece que, voltadas seja para aumentar o retorno sobre os investimentos no exterior, seja para finalidades macroeconômicas, como a depreciação cambial, ou ainda para adquirir ativos estratégicos de infraestrutura ou tecnologia no exterior, em última instância os investidores soberanos derivam suas políticas de investimentos de prioridades governamentais, independentemente de serem elas legítimas ou ilegítimas do ponto de vista dos Estados receptores.

## **1.2. Fundamentos econômicos: dois modelos de acumulação de reservas**

O objetivo desta seção é expor as raízes macroeconômicas do crescimento dos investidores soberanos na primeira década deste século, com o que se pretende relativizar a percepção comum de que se trata de instituições estatais razoavelmente desligadas da política governamental, o que lhes permitiria foco exclusivo no retorno financeiro sobre os recursos sob sua administração.

Assentadas as bases do poder econômico dos investidores soberanos, cogita-se, no Capítulo 2, das maneiras como essas entidades podem servir ao aumento do poder político de seus Estados controladores, embora sejam ainda esparsas as evidências de que tal

propósito seja perseguido sistematicamente com o auxílio dos investidores soberanos.

Os dois modelos básicos de política de acumulação de divisas em moeda estrangeira são fornecidos pelos grandes exportadores de petróleo e pelos países asiáticos que adotam políticas de desenvolvimento baseadas no dinamismo do setor exportador industrial, valendo-se para isso de câmbio depreciado, elevado nível de poupança interna e padrões relativamente austeros de consumo. Esses países apresentam, como características básicas comuns, vultosos superávits na conta corrente do balanço de pagamentos<sup>21</sup> e excedente fiscal. Eles respondem também pela maioria dos investidores soberanos existentes, embora não exista correlação necessária entre superávits externo e fiscal e o estabelecimento de investidores soberanos, que podem ser financiados de diversas formas, como exemplificado pelo caso brasileiro.<sup>22</sup>

Os superávits dos países asiáticos e exportadores de petróleo nos últimos anos representam fator propulsor de uma substancial reversão da conta corrente de economias emergentes como um todo, de um déficit global em 1997-1998 para um superávit global nessa categoria de países da ordem de US\$ 658 bilhões ou 1,3% do PIB mundial em 2007 ao qual passou a corresponder um déficit crescente por parte do conjunto dos países desenvolvidos. Há, contudo, exceções importantes a essa tendência global, tanto entre países desenvolvidos quanto entre países em desenvolvimento. Até o presente, Japão e Alemanha permanecem como superavitários, enquanto que países da Europa centro-oriental e da África continuam a exibir situação deficitária na conta corrente do balanço de pagamentos.<sup>23</sup>

---

21 A conta corrente do balanço de pagamentos inclui o comércio (exportações + importações) de bens e serviços, a renda de investimentos (remessa de juros e dividendos por empresas estrangeiras num país e os pagamentos recebidos por empresas nacionais que operam no exterior) e as transferências unilaterais (doações internacionais). A soma da conta corrente com a conta de capital (ingresso e saída de capitais, sob a forma de investimentos e empréstimos) compõe o balanço de pagamentos e é sempre igual a zero, embora se observem discrepâncias estatísticas. Ver KRUGMAN e OBSTFELD, 2001, pp. 326-327.

22 TRUMAN, 2010, pp. 20, 23.

23 GIEVE, 2008, p. 3. Ver também CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 7. O Canadá era ligeiramente superavitário até 2008, mas exibe déficit a partir de 2009 (Fonte: FMI/WEO, 2012).

Os modelos citados são analisados em maior detalhe nas próximas subseções, em que serão destacadas não somente as diferentes motivações para a acumulação de reservas internacionais, mas também os distintos métodos de intervenção governamental para a aquisição de moeda estrangeira.

### 1.2.1. Exportadores de petróleo

No caso dos países exportadores de petróleo,<sup>24</sup> a acumulação de reservas internacionais consiste na transformação de uma riqueza física, presente no solo, numa riqueza financeira,<sup>25</sup> que poderia ser aplicada tanto no próprio país produtor, quanto no exterior. A formação de poupança pelos Estados pode ocorrer tanto pela absorção direta da renda da atividade exportadora, nos casos em que o Estado controla a exploração do petróleo, ou pela conversão em moeda estrangeira dos excedentes fiscais de um país, quando a renda da exploração é transferida ao Estado por meio da arrecadação de *royalties* ou outros tributos cobrados dos produtores.<sup>26</sup>

Os anos 1970 e 1980 tiveram importância crucial na fixação da importância dos investidores soberanos para os produtores de petróleo, ao confrontar esses países, num espaço relativamente curto de tempo, com flutuações significativas dos preços e com os desafios impostos por essa realidade à administração fiscal e ao padrão de consumo das sociedades.<sup>27</sup> As duas décadas expuseram, igualmente, a volatilidade das relações de poder entre, de um lado, países produtores de petróleo, e, de outro, os países consumidores, com o pêndulo ora favorecendo os primeiros, nas conjunturas de alta dos preços, ora beneficiando os últimos,

---

24 A menção ao petróleo é feita aqui com o objetivo de simplificação, uma vez que os produtores de petróleo são os maiores detentores de riqueza soberana. Outras *commodities* desempenham a mesma função. Exemplo é a renda das exportações de cobre do Chile, que também financia investidor soberano do país.

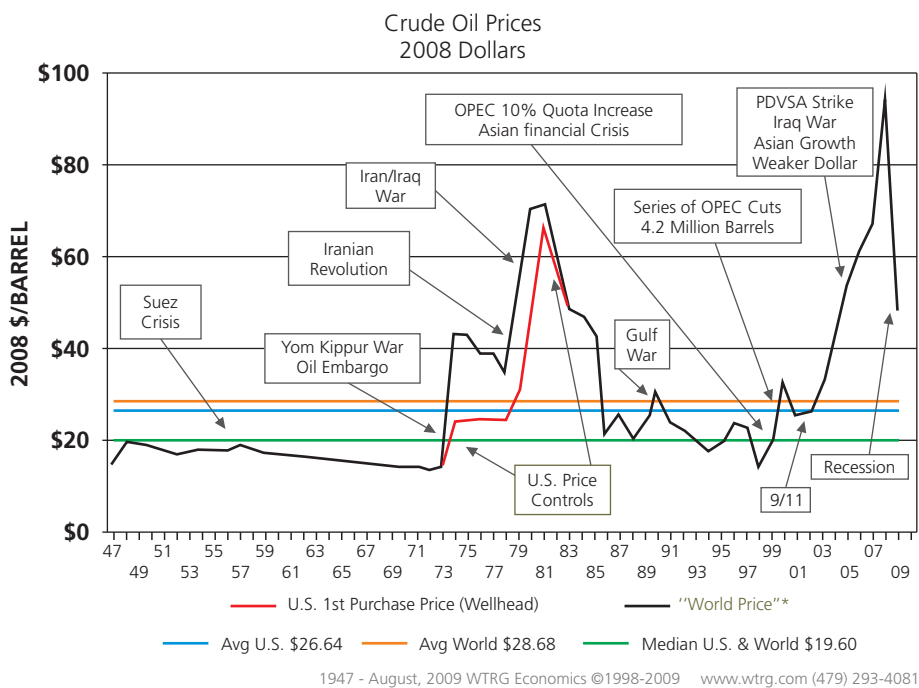
25 LOWERY, 2008.

26 AIZENMAN E GLICK, 2007, p. 1; CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 10; TRUMAN, 2010, pp. 21-22.

27 BREMMER, 2010, p.72.

nos momentos de queda nas cotações do óleo. Tais fatores acentuam nesses países a consciência do caráter finito dos recursos em que sua prosperidade é baseada e a necessidade de preparar-se para uma era em que o petróleo não mais representará a fonte dominante de energia. A Figura 1 exibe a trajetória dos preços do petróleo desde o pós-guerra, com a indicação de eventos econômicos ou geopolíticos que provocaram variações mais acentuadas no valor da *commodity*.

Figura 1  
Trajetória dos preços do petróleo (1947 - 2009)



Reproduzido de "WTRG Economics".<sup>28</sup>

28 Disponível em <<http://www.wtrg.com>> (último acesso em 3/1/2011).

A primeira crise do petróleo, iniciada em 1973, interrompeu décadas de preços do petróleo relativamente baixos, que garantiam uma renda ao produtor na medida em que ele extraísse grande quantidade da *commodity*, exploração que era normalmente sob o controle das grandes empresas internacionais.<sup>29</sup> A decisão da OPEP, cartel de países produtores de petróleo, de promover o aumento dos preços por meio do controle da oferta, ao mesmo tempo em que enriqueceu os Estados produtores, produziu um quadro de “estagflação” no mundo desenvolvido em 1974-75 e de políticas de contenção do consumo, que contribuíram para o declínio subsequente dos preços, juntamente com novas descobertas na segunda metade dos anos 1970. A segunda crise do petróleo, fruto em grande medida da Revolução Islâmica no Irã em 1979 e da subsequente irrupção da Guerra Irã-Iraque, causou nova subida abrupta dos preços, contribuindo, juntamente com o aumento da taxa de juros básica da economia norte-americana pela Reserva Federal dos EUA, em resposta à escalada inflacionária, para novo quadro recessivo mundial, que durou até 1983.<sup>30</sup>

As altas de preços induzidas pela OPEP incentivaram uma reação de mercado do lado da oferta, que levou à abertura de novas frentes de exploração ao redor do mundo, como a descoberta de petróleo no Alasca, no Mar do Norte e no Golfo do México.<sup>31</sup> A expansão da oferta de petróleo levou a uma queda significativa dos preços em meados dos anos 1980, que perdurou por uma década e meia (nível mínimo por volta de 1998), expondo os países produtores do Oriente Médio a severas dificuldades financeiras e a uma perda de influência geopolítica do cartel dos produtores, resultado também de rivalidades internas e da erosão da participação de mercado para as novas regiões petrolíferas.<sup>32</sup>

---

29 MAUGERI, 2006, pp. 80, 86. O autor chama o período entre o Plano Marshall, em 1948, e a primeira crise do petróleo, iniciada em 1973, de “Era Dourada do Petróleo”, em que produção e consumo aumentaram substancialmente, com preços estáveis, não obstante o esforço das “Sete Irmãs” para subestimar as reservas mundiais. As empresas sucessoras das sete grandes do passado, após uma série de fusões e aquisições, são ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell e BP.

30 Sobre os episódios recessivos, ver ROUBINI e MIHM, 2010, pp. 25-26. Sobre as políticas energéticas nos países consumidores em reação aos choques de oferta de petróleo, ver YERGIN, 1992, pp. 653-664.

31 YERGIN, 1992, pp. 665-667. Ver também MAUGERI, 2006, p. 135.

32 MAUGERI, 2006, pp. 138, 171.

Se eram motivo de preocupação para os produtores, os preços acessíveis do petróleo contribuíram em grande medida para a prosperidade (crescimento quase ininterrupto, com recessões leves) e estabilidade (inflação baixa) de meados da década de 1980 até meados da década de 2000, sobretudo nos países industrializados,<sup>33</sup> quando se iniciou fase de crescimento desequilibrado e especulativo da economia mundial, para a qual contribuiu o novo incremento do custo do petróleo e a reciclagem do excesso de liquidez acumulado nos exportadores de petróleo.

Como se depreende da Figura 1, os preços do petróleo experimentam uma inflexão por volta de 2003, ano de início da operação militar norte-americana no Iraque.<sup>34</sup> O aumento dos superávits em conta corrente dos exportadores de petróleo é resultado direto do aumento substancial e progressivo dos preços do produto na primeira década deste século. Com a quase triplicação dos preços do petróleo entre 2000 e 2006, os ativos externos em poder dos exportadores de petróleo teriam crescido a uma taxa anual de 19% no período.<sup>35</sup> O período da crise financeira de 2007-2009 também foi marcado por euforia especulativa nos preços da *commodity* a partir do segundo trimestre de 2008, seguida de um colapso dos preços a partir do quarto trimestre de 2008 e de uma estabilização num patamar elevado a partir do segundo trimestre de 2009, porém inferior ao pico alcançado no ano anterior.<sup>36</sup>

A evolução da média do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos em países exportadores de petróleo é exibida no Gráfico 1, no qual são incluídos tanto países que estabeleceram investidores soberanos com responsabilidade pela gestão de parte de suas reservas em moeda es-

---

33 Sobre outras forças “desinflacionárias” do período, comumente apelidado de “Grande Moderação”, entre elas a integração da China à economia mundial, sugere-se a reflexão do ex-presidente da Reserva Federal dos EUA, Alan Greenspan (GREENSPAN, 2007, pp. 477-479).

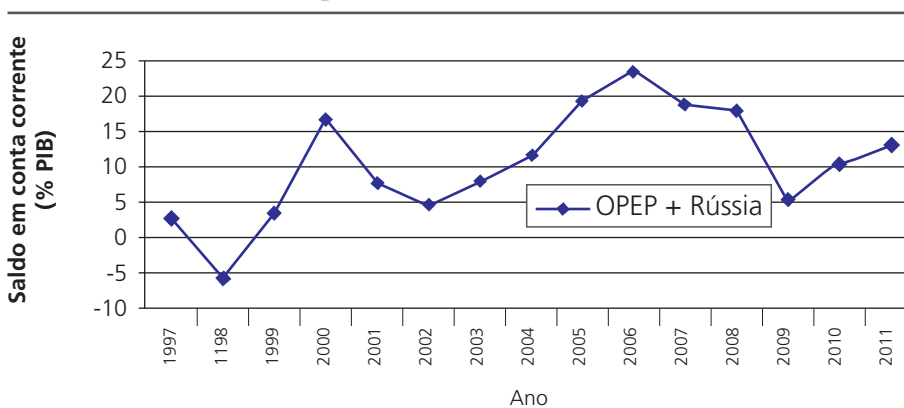
34 Ver também FMI, *Indices of Primary Commodity Prices* (Dezembro/2010). O histórico dos preços do FMI mostra tendência clara de alta somente a partir de 2004. Para a relação entre os preços e a invasão norte-americana no Iraque, em 2003, ver MAUGERI, 2006, p. 187.

35 MCKINSEY, 2007, *apud* NUGÉE, 2008, p. 7.

36 Fonte: FMI, *Indices of Primary Commodity Prices* (Dezembro/2010).

trangeira, quanto outros exportadores da *commodity*.<sup>37</sup> Observa-se que, na média, essas economias apresentaram déficit em transações correntes no final dos anos 1990 (especificamente em 1998), em paralelo aos reduzidos preços do petróleo. O aumento decisivo dos superávits parece coincidir com a apontada inflexão nos preços em 2003-2004, permitindo que, em torno de 2006, os exportadores de petróleo registrassem saldos positivos acima de 20% do PIB na média dos países. Verifica-se moderação dos superávits em conta corrente em 2009, num contexto de crise econômica, seguida de nova escalada em 2010-2011, com a modesta recuperação da economia global.

Gráfico 1  
Média do saldo em conta corrente de países exportadores de petróleo (1997-2011)



Fonte dos dados: FMI. *World Economic Outlook (WEO) Database*, abril de 2012. Gráfico de elaboração própria. OPEP = Arábia Saudita, Angola, Argélia, Catar, Emirados Árabes Unidos, Equador, Irã, Kuwait, Líbia, Nigéria e Venezuela. O Iraque permanece como membro da OPEP, mas o gráfico exclui o país, pela falta de dados disponíveis na base de dados do FMI entre 1997 e 2004.

37 Para fins de uniformização, foi adotado como ponto de partida nos gráficos 1 e 2 o ano de 1997, da crise asiática, que marcou o início da reversão na conta corrente em vários países da região de um saldo deficitário para um saldo superavitário.



O aumento dos preços do petróleo na primeira década deste século pode ter sido marcado por momentos de exagero especulativo e sofrido o impacto de riscos geopolíticos (em especial conflitos no Oriente Médio),<sup>38</sup> mas foi causado por fatores relacionados à oferta e demanda do produto. Do lado da demanda, destaque-se a integração ao mercado consumidor de uma vasta população do mundo em desenvolvimento, em especial das grandes economias emergentes e populosas da Ásia (China e Índia).<sup>39</sup>

Do lado da oferta, verifica-se, segundo Stephen Cohen e Bradford DeLong, mudança de enfoque dos países do Oriente Médio em relação aos preços do petróleo, passando a predominar uma visão de curto prazo. Consolidou-se nos países exportadores, em meados da década de 2000, a avaliação de que o ciclo do petróleo poderia ser interrompido no prazo de uma geração, independentemente da disponibilidade física do produto, em função sobretudo da crescente preocupação com a mudança do clima. Desde a década de 1980, a Arábia Saudita lograra impor à OPEP uma política de preço baixo o suficiente, supostamente com o duplo objetivo de manter os países desenvolvidos do Atlântico Norte “viciados” em petróleo e evitar o fortalecimento do regime dos aiatolás no Irã. Com a perspectiva de alteração na matriz energética dos países desenvolvidos, a prioridade passou a ser maximizar os fundos que poderiam ser extraídos no período de uma geração.<sup>40</sup>

A disparada dos preços do petróleo representa, portanto, o resultado da confluência entre a política de oferta dos exportadores de petróleo, parcialmente uma resposta ao cenário de superação da economia do carbono, e a necessidade dos países em desenvolvimento de absorver quantidade cada vez maior das fontes de energia tradicionais em seu processo de aceleração do crescimento.

---

38 Para visão que relativiza importância de tensão geopolítica nos preços, ver MAUGERI, 2006, pp. 259-269.

39 KLARE, 2008, p. 63. A expansão da produção e consumo de etanol no Brasil substituiu parte do aumento do consumo de combustíveis fósseis que seria resultante da aceleração do crescimento da economia brasileira a partir de 2004.

40 COHEN e DELONG, 2010, pp. 71-72. As cotas de produção dos membros da OPEP podem ser encontradas na planilha “Member Countries Crude Oil Production Allocations”, em <[www.opec.org](http://www.opec.org)>, acesso em 21/1/2011.

### 1.2.2. Exportadores de manufaturados da Ásia

Ao lado dos países exportadores de petróleo, as economias exportadoras da Ásia vêm acumulando vastas reservas internacionais nos últimos anos, sobretudo desde a crise do final dos anos 1990. Independentemente do regime formal de câmbio em cada país, a estratégia de acumulação de reservas pelos governos asiáticos atende simultaneamente ao objetivo de prudência financeira e diminuição da vulnerabilidade externa, reflexo do aprendizado com a experiência negativa do passado recente, e à estratégia de estimular as exportações via administração da taxa de câmbio, em consonância com o modelo de crescimento econômico baseado nas exportações (*export-led growth*). No caso dos asiáticos, a acumulação de reservas é tanto uma decisão sobre a gestão de poupança, prioritária para os exportadores de petróleo, quanto um instrumento de construção ou sustentação de uma estrutura econômica voltada para a produção industrial e a exportação de manufaturados.

A crise asiática de 1997-98 foi fator determinante na decisão estratégica de acumular a maior quantidade possível de reservas como fator de redução da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a fontes de financiamento emergenciais dos países ricos e das instituições financeiras internacionais (IFIs).<sup>41</sup> Nos anos 1990, vários países asiáticos, assim como países de outras regiões em desenvolvimento, adotaram medidas de abertura comercial e financeira, bem como de incentivo ao consumo e investimento, as quais pressupunham uma tolerância a déficits moderados em conta corrente<sup>42</sup> e uma crença no papel desempenhado pela atração de poupança externa como propulsor do crescimento econômico.

---

41 RYBINSKI e KRYNSKA, 2010, pp. 4-7.

42 Não há consenso sobre o nível sustentável de déficits em conta corrente. Os percentuais defendidos pelos economistas variam entre 2% e 4% do PIB. Catherine Mann sugere, por exemplo, a faixa de 4 a 5% do PIB para países desenvolvidos (MANN, 2009, p. 37). O limite prudente para países em desenvolvimento é provavelmente menor, pelo fato de não emitirem a moeda na qual contraem dívidas no exterior.

Em lugar de déficits moderados, o que se observou na Ásia e em outros países em desenvolvimento, como o México antes da crise de 1994-95, foi a geração sucessiva de déficits elevados em conta corrente, para os quais contribuiu a opção por um regime de câmbio fixo em vários países, num momento de franca apreciação do dólar norte-americano. O financiamento desses déficits também era inadequado, baseando-se de modo excessivo em capitais de curto prazo. Quando a crise asiática eclodiu, em 1997, inicialmente na Tailândia e depois em outros países asiáticos mais desenvolvidos, como Malásia e Coreia do Sul, os governos da região depararam-se com uma comunidade internacional disposta a prestar ajuda financeira apenas sob rigorosas condicionalidades, que resultaram em processos de ajuste profundamente recessivos no curto prazo para aquelas economias.<sup>43</sup>

A lição extraída pelos países asiáticos da crise foi de que um país não deveria depender de fontes externas de financiamento, públicas ou privadas, para obter os recursos necessários a seu desenvolvimento econômico. A autonomia readquiriria valor na definição de estratégias nacionais de desenvolvimento. Não se tratava de retroceder na globalização, mas de integrar-se na economia mundial de modo considerado mais vantajoso, isto é, antes como exportador e credor internacional do que como importador e devedor externo. Sob essa filosofia de desenvolvimento econômico, os países asiáticos não estariam insulados das flutuações internacionais, mas se assegurariam da capacidade produtiva e dos recursos financeiros necessários a seu próprio sustento em situações-limite derivadas de choques internos ou externos.<sup>44</sup>

O Gráfico 2 mostra a variação da média do saldo em conta corrente de alguns dos principais países emergentes exportadores de manufatura-

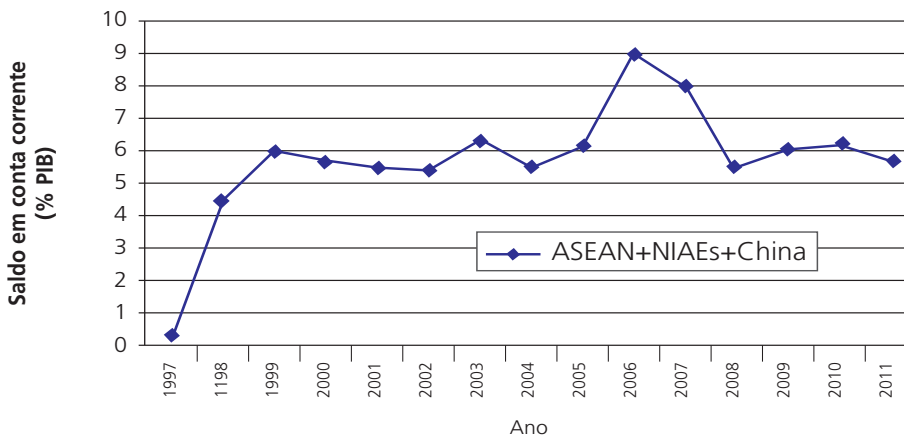
---

43 Steven Radelet e Jeffrey Sachs caracterizam a crise asiática como uma “crise de sucesso, causada por uma expansão de empréstimos internacionais, seguida de uma súbita saída de fundos” (RADELET e SACHS, 2001, p. 123). Os autores também registram o crescimento dos déficits na conta corrente entre 1990 e 1996, em paralelo aos fluxos de ingresso de capitais, inclusive na Coreia do Sul, que se mantinha como país competitivo nas exportações de manufaturados (p. 145). Por fim, Radelet e Sachs, assim como Joseph Stiglitz (2001), são críticos das políticas de administração da crise originadas no FMI.

44 Ver ROUBINI e MIHM, 2010, p. 246.

dos da Ásia, que explica o crescimento anual estimado da ordem de 20% nas reservas em moeda estrangeira em poder desses países entre 2000 e 2006.<sup>45</sup> Nota-se que, assim como no caso dos países exportadores de petróleo, a geração de superávits no balanço de transações correntes das economias exportadoras asiáticas ganhou impulso no final dos anos 1990 e, ao menos na média dos países, atingiu um ápice por volta de 2006-2007, antes da crise econômico-financeira, embora nunca alcançando o nível mais alto do saldo médio dos produtores de petróleo no período, como proporção do PIB. Na conjuntura de superação da crise, a partir de 2010, os exportadores asiáticos conseguiram estabilizar seus saldos em conta corrente, sem retornar aos padrões de meados da década passada.

Gráfico 2  
Média do saldo em conta corrente  
de economias exportadoras asiáticas (1997-2011)



Fonte: FMI. *World Economic Outlook (WEO) Database*, abril de 2012. Gráfico de elaboração própria.  
ASEAN= Brunei Darussalam, Camboja, Cingapura, Filipinas, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Tailândia e Vietnã;  
NIAEs da Ásia (*Newly Industrialized Asian Economies*) = Hong Kong (China), Coreia do Sul, Cingapura (também membro da ASEAN) e Taiwan (Província da China).

45 McKINSEY, 2007, *apud* NUGÉE, 2008, p. 8.

A manutenção de uma taxa de câmbio compatível com a geração de superávits na conta corrente do balanço de pagamentos tornou-se prioridade de política econômica dos países asiáticos. O instrumento mais usual de intervenção no mercado de câmbio é a aquisição de reservas em moeda estrangeira (sendo a alternativa a prática de algum tipo de controle cambial que impeça acesso direto à moeda estrangeira pelo exportador), seguida de operações de “esterilização”. Assim, o governo ou o banco central compra moeda estrangeira no mercado em troca de moeda local e, em seguida, para prevenir a inflação, retira o excesso de liquidez em moeda local por meio do lançamento de títulos públicos. Corresponde também à acumulação de reservas uma política de juros baixos ou de compatibilidade da política monetária com a do país emissor da principal moeda de reserva (via de regra os EUA), para evitar um influxo exagerado de capitais que pressione a cotação da moeda nacional.<sup>46</sup>

Depreende-se que uma condição normalmente associada ao êxito dessa política, ao menos no tocante ao objetivo cambial, é a existência de capacidade fiscal por parte do Estado que intervém no câmbio:<sup>47</sup> se a compra de moeda estrangeira é financiada por excessivo endividamento público, a taxa de juros tende a subir, provocando desalinhamento da política monetária em relação à do país que emite a moeda de reserva, seguido da atração de capitais especulativos em busca de maior rentabilidade e, por último, pressões por valorização cambial. Por essa razão, políticas de intervenção no câmbio podem também apoiar-se em mecanismos de “repressão financeira”, que induzam os indivíduos e famílias a manter sua poupança no setor bancário e em títulos públicos de baixo retorno financeiro, colaborando involuntariamente com as intervenções do governo.<sup>48</sup>

---

46 RAJAN, 2010, pp. 219-220.

47 CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 10.

48 Sobre a China, ver PETTIS, 2010c.

### 1.3. O papel das reservas internacionais: seguro contra crises no balanço de pagamentos

De forma simplificada, pode-se dizer que as divisas geradas segundo os modelos apresentados acima são inicialmente destinadas às reservas internacionais, como forma de “autosseguro” contra desajustes no balanço de pagamentos.<sup>49</sup> Pela sua finalidade precautória ou prudencial, as reservas são normalmente investidas em aplicações de baixo risco, como títulos públicos norte-americanos, preferindo o Estado sacrificar o retorno sobre o investimento em favor da segurança e liquidez, termo que se pode definir como a possibilidade de ter acesso e recuperar rapidamente as divisas para suprir eventuais problemas de financiamento que dificultem os pagamentos externos.<sup>50</sup>

Não existe consenso na literatura econômica sobre o nível adequado de reservas para atender a essa função preventiva de crises.<sup>51</sup> Essa questão sofre a influência de diversas variáveis, inclusive o regime de câmbio, sendo a acumulação de reservas no geral mais vital para os países com câmbio fixo (ou de alguma forma atrelado a outra moeda) do que para aqueles com câmbio flutuante. Em momentos de instabilidade financeira, os primeiros precisam vender reservas em moeda estrangeira para sustentar a cotação da moeda nacional, enquanto que os últimos podem simplesmente permitir a desvalorização cambial para reequilibrar o balanço de pagamentos, promovendo assim a competitividade de suas exportações e inibindo as importações de bens e serviços.<sup>52</sup>

---

49 A expressão “autosseguro” é encontrada, por exemplo, em LIPSKY, 2010a. A expressão “desajustes no balanço de pagamentos” deriva dos Artigos do Acordo do FMI (Artigo I, v – “*maladjustments in balance of payments*”). Trata-se do risco de desfalque nos pagamentos ao exterior derivado de condições adversas de financiamento (empréstimos ou investimentos externos).

50 O Glossário do Banco Central do Brasil (<[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>) define apenas “liquidez intradia”, que seriam os “fundos a que se pode ter acesso durante um dia útil, geralmente para permitir às instituições financeiras realizar pagamentos em tempo real”.

51 TRUMAN, 2010, p. 26.

52 Ver PRATES, 2007, p. 3.

Apesar disso, países com câmbio flutuante, sobretudo aqueles que se endividam em moeda estrangeira, podem buscar a acumulação de reservas com o objetivo de diminuir a volatilidade cambial, aumentando a consistência do balanço de empresas, e do próprio governo. No caso de uma súbita desvalorização cambial, acentua-se o *currency mismatch* (exposição a dívidas em moeda estrangeira que podem aumentar substancialmente de valor no caso de crise monetária e desvalorização cambial), o que pode provocar dificuldades financeiras graves para algumas empresas.<sup>53</sup> Os governos utilizam suas reservas internacionais nessas situações para evitar flutuação descontrolada das moedas nacionais, que, em contraste com os efeitos geralmente benignos de uma desvalorização controlada, gera grande incerteza para o setor produtivo e o governo.

Acumuladas seja por países superavitários, seja por deficitários em boa condição econômica, as reservas em moeda estrangeira ao redor do mundo tiveram crescimento expressivo nos últimos dez anos, subindo de cerca de US\$ 2 trilhões em 2000 para cerca de US\$ 10,2 trilhões no final de 2011.<sup>54</sup> Partindo do pressuposto de que países com câmbio flutuante também têm uma justificativa macroeconômica para acumular reservas, cabe indagar se o nível apropriado desse seguro contra crises pode ser quantificado. Márcio Garcia menciona a regra Guidotti-Greenspan segundo a qual países deveriam ter reservas suficientes para cobrir toda a dívida externa vincenda em 12 meses.<sup>55</sup> Outros autores mencionam a proposição de que as reservas deveriam equivaler a seis meses de importações.<sup>56</sup> As reservas internacionais chinesas de US\$ 3,18 trilhões no final de 2011<sup>57</sup> equivaliam a quase duas vezes as

---

53 MISHKIN, 2006, p. 62-63.

54 Fonte: FMI, 2012b.

55 GARCIA, 2006.

56 RYBISNKI e KRYNSKA, 2010, p. 5.

57 "China End December Foreign-Exchange Reserves at \$ 3.18 trillion", 17/1/2012. Disponível em <[www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)> (acesso em 4/7/2012).

importações chinesas em 2011, de US\$ 1,74 trilhão.<sup>58</sup> No caso do Brasil, as reservas internacionais de US\$ 352 bilhões no final de 2011<sup>59</sup> correspondiam a pouco mais de uma vez e meia as importações de US\$ 226,24 bilhões em todo o ano de 2011.<sup>60</sup>

A teoria sobre as crises financeiras tem evoluído, contudo, para um enfoque de extrema precaução, segundo o qual a reversão de expectativas excessivamente negativas dos agentes financeiros, isto é, descoladas do estado atual dos indicadores e fundamentos econômicos, recomendaria uma reação igualmente exagerada dos governos, numa espécie de “Doutrina Powell” (uso de força incontestável em defesa de interesses vitais) aplicada às finanças internacionais.<sup>61</sup> O custo total de uma reação governamental exagerada seria menor do que o resultante de uma resposta tibia, que, a despeito de seu menor custo inicial, permitisse o prolongamento de um estado de crise financeira. É portanto racional que, por razões de precaução, um governo busque acumular uma quantidade de reservas superior àquela considerada suficiente ou apropriada pelos modelos teóricos, ainda que no contexto de uma política de câmbio flexível.<sup>62</sup>

#### 1.4. Da gestão de reservas ao investimento soberano

Alcançado um nível considerado adequado de reservas internacionais para o enfrentamento de crises financeiras, a questão do retorno sobre o investimento se torna mais importante, em vista do custo de oportunidade da acumulação de reservas. O custo de oportunidade

---

58 Fonte: Ministério do Comércio da República Popular da China. Disponível em <english.mofcom.gov.cn> (acesso em 13/8/2012).

59 Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em <www.bcb.gov.br> (acesso em 13/8/2012).

60 Fonte: SECEX/MDIC, em <www.mdic.gov.br> (acesso em 13/8/2012).

61 GEITHNER, 2007, pp. 3-4.

62 Alguns autores consideram que a política de acumulação de reservas excedentes por países asiáticos, com exceção da China, representou escolha adequada (GARCÍA e SOTO, 2004; RUIZ-ARRANZ e ZAVADJIL, 2008); contra a política asiática, MOHANTY e TURNER, 2006.



representa, no caso, o rendimento adicional que a aplicação das reservas obteria em ativos de menor liquidez e maior rentabilidade, no próprio país detentor das reservas ou no exterior.<sup>63</sup>

Em muitos casos, os maiores retornos seriam obtidos em oportunidades de investimento nos próprios países emergentes detentores das reservas, uma vez que se trata de economias com maior potencial de crescimento no longo prazo, situação demográfica via de regra mais favorável e preços de ativos com mais espaço para valorização.<sup>64</sup> Problemas de gestão macroeconômica impedem, no entanto, que tais recursos sejam súbita e maciçamente revertidos para o mercado interno. As consequências prováveis disso seriam inflação alta, valorização cambial, perda de competitividade de setores da economia ou dificuldade de diversificação das exportações e mesmo o desperdício de recursos, em países com graves deficiências institucionais.

Mohamed El-Erian descreve uma evolução em quatro etapas “não automáticas” nas decisões de investimento das reservas internacionais dos países, que configuraria “uma ascensão na curva de alocação de ativos”.<sup>65</sup> Segundo o autor, algumas economias emergentes experimentaram em tempos recentes uma inversão súbita na situação de seus balanços de pagamentos e na dinâmica de acumulação de reservas internacionais. Com a consolidação da tendência superavitária, esses países transitaram de um regime de país “devedor” para um regime de país “credor”.<sup>66</sup> O autor detalha os diversos desafios com os quais se deparam os países ao lidar, em cada etapa, com uma massa crescente de recursos e a transição da condição de devedor para a de credor internacional.

---

63 Rybinski e Krynska propõem o conceito de *Opportunity Cost of Holding Ample Reserves* (OCHAR), que estima o crescimento do PIB não realizado resultante da gestão conservadora – em ativos de baixo rendimento e elevada liquidez – das reservas internacionais pelos bancos centrais (RYBINSKI E KRYNSKA, 2010).

64 Ver, no entanto, Tony JACKSON (2010). Referindo-se à euforia recente em torno dos mercados emergentes, especialmente os BRICs, o articulista aponta a falta de correlação histórica entre potencial de crescimento e retorno sobre o investimento. Para Jackson, esse estado de euforia com os emergentes leva os investidores a pagar um prêmio na entrada para participar de um ciclo de crescimento numa determinada economia.

65 EL-ERIAN, 2008, pp. 125-139.

66 *Ibidem*, p. 125.

Na Fase I (“negligência benigna”), os países demoram a perceber a mudança na situação de suas contas externas, embora avaliem a acumulação de reservas como um fator positivo de redução da vulnerabilidade externa. A necessidade de ajustamento a uma realidade de abundância de recursos conduz, inicialmente, a uma postura muito conservadora na gestão de ativos, com prioridade para investimentos de renda fixa em títulos do tesouro norte-americano, que representariam o significado original do conceito de investimento “não comercial” ou “não econômico” por parte dos investidores soberanos, ao menos do ângulo da sua rentabilidade. O autor cita, nesse sentido, pesquisa do banco JP Morgan que demonstraria a “insensibilidade” da alocação de recursos desses investidores a eventos com impacto potencial sobre o retorno esperado de títulos do tesouro norte-americano, isto é, que os tornassem menos atraentes para o investidor. Ao final da Fase I, surgem desafios resultantes do acúmulo de superávits, como o risco inflacionário e a valorização cambial, que costumam suscitar reação governamental.<sup>67</sup>

Na Fase II (“esterilização”), os governos drenam a liquidez no mercado doméstico com a emissão de dívida pública, para evitar os efeitos colaterais da abundância de reservas. A esterilização tem um custo fiscal representado pelo “*negative carry*”, ao significar aumento do endividamento na moeda nacional, a taxas de juros normalmente mais altas do que aquelas obtidas como rendimento dos ativos no exterior, especialmente se estes se localizam nos países desenvolvidos.<sup>68</sup>

A transição para a Fase III (“Gestão de Ativos e Passivos”) é motivada pelo interesse em reduzir o *negative carry*. Uma forma de chegar a tal resultado, ainda de acordo com El-Erian, consistiria em amortizar parte da dívida externa, do lado dos passivos, compensando o diferencial da taxa de juros com a diminuição do risco de *currency mismatch*. Do lado dos ativos, os governos buscam, nessa etapa, maior retorno sobre o seu capital (reservas) investido no exterior, aproximando-o do custo

---

67 *Ibidem*, pp. 126-128.

68 EL-ERIAN, 2008, pp. 128-129. Ver também MOHANTY e TURNER, 2006, pp. 41 e ss.

(juro) da dívida interna.<sup>69</sup> O vice-diretor-gerente do FMI, John Lipsky, resume da forma seguinte o desafio posto aos países emergentes na administração de suas reservas internacionais:

(...) reserve accumulation is putting pressure on some central bank balance sheets in terms of carry cost and currency mismatches, driving the need for higher risk-adjusted asset returns. Some countries are seeking prudent and effective management of such type of foreign currency accumulation via Sovereign Wealth Funds.<sup>70</sup>

A Fase III normalmente coincide com a criação de investidores soberanos. El-Erian avalia que a busca de equilíbrio entre risco e retorno nem sempre induz os investidores soberanos a adquirir ativos no mundo desenvolvido, embora estes conservem primazia no portfólio dessas instituições, apontando tendência a crescente interesse e confiança na aquisição de ativos em outras economias emergentes. De acordo com o autor, os investidores patrocinados por produtores de petróleo, por exemplo, têm explorado oportunidades no Oriente Médio, Norte da África, Índia, Paquistão e o Extremo Oriente. Os fundos chineses estariam igualmente em busca de investimentos na África e na América Latina.<sup>71</sup>

A entrada na derradeira Fase IV (“Aceitação da Mudança”) decorre do reconhecimento de que os superávits, por suas consequências macroeconômicas (principalmente a pressão constante sobre o câmbio e a inflação), têm que ser reduzidos a um nível sustentável, por meio de ajustes estruturais de política macroeconômica. Uma parte do ajustamento à nova realidade implicaria estimular os “componentes domésticos da demanda agregada”, em conjunto, ou, se necessário, em detrimento dos componentes externos (isto é, a demanda interna passaria a consumir parte da produção antes destinada às exportações).

69 *Ibidem*, pp. 130-131.

70 LIPSKY, 2008.

71 EL-ERIAN, 2008, pp. 131-132.

A principal medida macroeconômica a ser contemplada é permitir que a taxa de câmbio seja determinada primariamente pelas forças de mercado (considerando não existir regime puro de flutuação cambial), com o abandono de medidas de administração da taxa de câmbio voltadas para a promoção da competitividade do setor exportador.<sup>72</sup>

A transição para a última fase requer mudanças institucionais, em especial na infraestrutura financeira do país, que auxiliem na transição de mecanismos de controle direto da taxa de câmbio para intervenções mais indiretas, por meio, por exemplo, do mercado interbancário. O setor público, recomenda El-Erian, deve também implantar instrumentos regulatórios adequados, enquanto que o setor privado deve incorporar boas práticas contábeis e de governança.<sup>73</sup>

Essa pode ser considerada a fase de mais difícil adaptação. Os países teriam incentivos para preservar os elevados superávits externos por meio da continuada acumulação de reservas internacionais, ainda que tal implique interrupção de sua subida “na curva alocativa”. A segunda dificuldade na passagem ao degrau mais alto da sequência proposta de modo esquemático por El-Erian é a necessidade de políticas estruturantes que promovam o direcionamento para as finalidades mais produtivas dos recursos antes acumulados como reservas internacionais.

### 1.5. Cronologia dos investidores soberanos<sup>74</sup>

Não se pretende aqui oferecer exposição exaustiva do estabelecimento de investidores soberanos, mas apenas a apresentação de etapas da consolidação da “indústria”, ilustrada por exemplos concretos. A cria-

---

72 EL-ERIAN, 2008, p. 133.

73 *Ibidem*, p. 135.

74 Esta seção baseia-se extensamente no cruzamento de dados e informações obtidos na consulta sobretudo aos trabalhos de FREITAS (2009, pp. 127-131), KERN (2007, p. 4) e TRUMAN (2010, pp. 12-15, tabela), bem como às informações prestadas pelos fundos no âmbito do GTI-FRS (GTI-FRS, 2008) ou em sites próprios na Internet. Foram igualmente consultados os sites de Internet *SWF Institute* (<[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)>) e *Les Fonds Souverains* (<<http://fonds-souverains.over-blog.com>>).

ção da primeira entidade estatal de investimentos no exterior, o *Kuwait Investment Board* (hoje *Kuwait Investment Authority* – KIA), remonta a 1953. Após a criação do fundo do Kuwait, outros investidores soberanos importantes voltaram a ser estabelecidos na década de 1970 e início da de 1980, com a primeira e segunda crises do petróleo e a consolidação do modelo econômico exportador na Ásia. Estudo de Gerard Lyons aponta que, entre os vinte e dois maiores fundos existentes em 2007, sete haviam sido estabelecidos antes de 1990, seis durante os anos 1990 e nove desde o início da década de 2000.<sup>75</sup>

Em 1976, entre as duas crises do petróleo, foi criado aquele que atualmente é o maior dos investidores soberanos, a *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), num momento em que se restaurava a normalidade nos preços da *commodity* e se acentuava a necessidade de prudência na gestão da riqueza petrolífera. Cingapura, por sua vez, estabeleceu o seu primeiro investidor soberano em 1974, a *Temasek Holdings*, ao qual se viria somar, a partir de 1981, a *Singapore's Government Investment Corporation* (GIC), maior que a *Temasek* e mais voltada para o exterior, embora a cidade-Estado tenha começado a registrar superávits em conta corrente somente em 1985.<sup>76</sup> Em 1983, foi a vez de o Sultanato de Brunei instituir a *Brunei Investment Authority* (BIA), seguido do Chile, em 1985, com o *Fondo de Estabilización Económica y Social* (FEES), dedicado à poupança da renda do cobre, principal produto de exportação do país.

Na década de 1990, em que os preços do petróleo mantiveram-se no patamar baixo observado desde meados dos anos 1980 e em que vários países asiáticos registraram déficits na conta corrente do balanço de pagamentos, surgiram poucos investidores de peso, podendo ser destacados o *Foreign Exchange Reserve Fund*, do Irã (1999), a *Qatar Investment Authority* (QIA, 2000), e, na Ásia, o *Khazanah Nasional BHD* (KNB), da Malásia (1993), e o *Taiwan National Stabilization Fund* (TNSE, 2000).

---

75 LYONS, 2007, p. 5.

76 Fonte: FMI/WEO, 2012.

Uma característica saliente dos investidores soberanos criados até o início da década de 2000 é sua origem em economias de pequeno porte. As entidades criadas atuam, portanto, mais como mecanismos de proteção contra fatores de vulnerabilidade externa (por exemplo, volatilidade dos preços de *commodities*), do que como instrumentos de projeção de poder. O principal exportador árabe de petróleo, a Arábia Saudita, até hoje não se decidiu pela criação de um investidor soberano independente do banco central (*Saudi Arabia Monetary Agency* – SAMA), que permanece como o órgão responsável pela gestão dos ativos externos daquele reino.

Os grandes países emergentes decidiram pela construção de seus investidores apenas recentemente, no último ciclo de valorização do petróleo e de produção de superávits expressivos em conta corrente que marcaram a primeira década deste século, coincidindo com o aumento da preocupação nos países desenvolvidos com o crescente poderio financeiro dos investidores soberanos. Desse modo, em 2003, a Rússia criou o *Stabilization Fund of the Russian Federation*, que transferiu todos os seus fundos, em janeiro de 2008, ao *National Wealth Fund* (NWF) e ao *Reserve Fund* (RF).<sup>77</sup> A China veio a criar o seu principal investidor soberano, a *China Investment Corporation* (CIC), em 2007. O governo brasileiro formalizou o Fundo Soberano do Brasil (FSB) por lei de dezembro de 2008, assim como o Fundo Social do pré-sal, por lei de dezembro de 2010, tema do Capítulo 7.

Outros fundos criados nos anos 2000 foram o *Dubai International Capital* (DIC, 2004), a *Libyan Investment Authority* (LIA, 2006), a *Korea Investment Corporation* (KIC, 2005) e o *Fondo de Desarrollo Nacional* da Venezuela (Fonden, 2005).

Ao lado dos investidores soberanos originários de países emergentes ou em desenvolvimento, cabe mencionar a criação de fundos próprios por países desenvolvidos do Ocidente, existentes faz tempo,

---

77 GTI-FRS, 2008, p. 43.

não tendo, contudo, jamais provocado o tipo de reação que hoje se observa com respeito aos investidores soberanos dos países em desenvolvimento. O exemplo mais conhecido é o *Government Pension Fund – Global* (GPFG) da Noruega, criado em 1990 com a denominação de *Government Petroleum Fund*. Outro fundo estabelecido por país desenvolvido foi o *Australia Future Fund* (AFF, 2006), cujo objetivo é melhorar o perfil financeiro do governo em preparação para o envelhecimento da população e o aumento de compromissos previdenciários.<sup>78</sup> A França criou, em 2009, o *Fonds Stratégique d’Investissements* (FSI), cujo objetivo não é investir em ativos no exterior, mas proteger empresas francesas do interesse de investidores soberanos estrangeiros, como será explicado na seção seguinte. Na América do Norte, prevalecem os fundos de investimentos instituídos por entidades subnacionais, que datam pelo menos da década de 1970, como aqueles estabelecidos por estados ricos em *commodities* dos EUA (o Alasca criou seu fundo de reserva em 1976, o Wyoming, em 1974, a província de Alberta, no Canadá, em 1976). Não se trata, na verdade, de investidores soberanos, embora alguns autores optem por incluí-los em suas definições, assim como o GTI-FRS, conforme exposto no item 1.1.

## 1.6. Tipos e objetivos de investidores soberanos

Não existe uma especialização rígida de investidores soberanos na concretização de determinados objetivos. Classificações encontradas na literatura sobre o tema tampouco apresentam riqueza de detalhes legais que permitam afirmar que investidor constituído para determinada finalidade não poderá também desempenhar outras que lhe forem atribuídas pelos governos. Mais do que uma lista de tipos, o que se busca na presente seção é uma delimitação mais precisa das

---

<sup>78</sup> *Ibidem*, p. 31.

atividades abrangidas pelos investidores soberanos, em complemento à definição proposta na seção 1.1.

O primeiro grupo é chamado aqui de investidores soberanos “discricionários”. Em geral separados institucionalmente de outras instituições de governo e desvincilhados de obrigações de desembolso vinculadas a objetivos específicos de política pública, constituem a modalidade mais pura de investidores soberanos. Reúne os Fundos de Riqueza Soberana (FRS) e as “corporações governamentais de investimentos” (CGIs), expressão criada pela consultoria McKinsey para designar instituições dedicadas a realizar investimentos diretos em empresas nos mercados doméstico e internacional, frequentemente com a intenção de obter controle ou voz ativa na administração das empresas ou ativos. Exemplos de CGIs são a *Temasek*, de Cingapura, o *Dubai International Capital (DIC)* e o *Mubadala*, de Abu Dhabi.<sup>79</sup> Na definição da McKinsey, os FRS funcionariam, por sua vez, mais à semelhança de investidores institucionais, como fundos mútuos e de pensão, com um portfólio diversificado de ativos (renda fixa, ações, imóveis, depósitos bancários e veículos alternativos, como fundos de *hedge* e *private equity*), sem propósito de controle ou gestão das companhias e ativos adquiridos.

O FSI, da França, poderia ser classificado como uma CGI de propósito sobretudo defensivo, surgida em resposta ao desafio dos investidores soberanos originários de países em desenvolvimento para preservar a identidade nacional de empresas e ativos cobiçados por Estados estrangeiros. Criado no início de 2009 e controlado em conjunto pelo banco estatal *Caisse des Dépôts et Consignations* e pelo tesouro francês, tem entre seus objetivos explícitos investir em empresas de valor estratégico cujo controle acionário, em função da volatilidade nos mercados de capitais e nas taxas de câmbio, se torne vulnerável ao interesse de investidores estrangeiros.<sup>80</sup>

---

79 MCKINSEY, 2007, pp. 49-50; TRUMAN, 2010, pp. 42-43. Ver também parágrafos 6º e ss. do telegrama nº 653, expedido pela Embaixada em Cingapura em 27/12/2007.

80 O presidente do FSI, Augustin de Romanet, admite essa finalidade do fundo em entrevista ao *Le Figaro*, mas defende, ao mesmo tempo, que o fundo francês é um “porta-aviões”, não uma “linha Maginot”, enfatizando o lado ofensivo de apoio a empresas nacionais (ROMANET, 2009).



O fundo francês constitui, em parte, uma intervenção protecionista na economia nacional, não voltada necessariamente para a maximização de retorno para o Estado-investidor. Um fundo soberano dessa natureza tem uma função parcialmente substitutiva da regulamentação do investimento estatal estrangeiro, indicando possível preferência do Estado francês por oferecer proteção financeira ao capitalista ou investidor nacional que controla a empresa almejada pelo investidor soberano externo, em lugar do fortalecimento de processos de supervisão dos investimentos por entidades estatais estrangeiras.

Fundos de pensão patrocinados pelos Estados são com frequência incluídos entre os investidores soberanos,<sup>81</sup> mas não se enquadram adequadamente na categoria, uma vez que suas obrigações perante os beneficiários, também seus financiadores, limitam sua capacidade de realizar investimentos com horizonte mais longo e os obrigam a conferir grande importância à liquidez. Caso diferente é o dos chamados “fundos de reserva previdenciária”, exemplificados pelos fundos da Noruega e da Austrália, que, embora criados principalmente para o enfrentamento de despesas públicas previstas para o futuro, inclusive no campo previdenciário, respondem na verdade às prioridades governamentais, não aos eventuais destinatários finais dos resgates de seus fundos (isto é, são mais “discricionários”). Ao contrário dos fundos de pensão, constituem investidores soberanos segundo a definição proposta neste trabalho.<sup>82</sup>

As empresas estatais tradicionais, total ou parcialmente controladas pelo Estado, normalmente são empresas não financeiras, às quais não compete primariamente desempenhar as funções de poupança ou gestão de reservas atribuídas aos demais investidores soberanos. Essas empresas, contudo, poderão ser citadas neste trabalho quanto ao seu engajamento em aquisições de ativos fora de suas fronteiras nacionais,

---

81 TRUMAN, 2008b, p. 1.

82 BERKELAAR *et al.*, 2010, p. xxviii.

especialmente em situações de efetiva ou aparente associação financeira com outros investidores soberanos de seus países.

Trata-se, provavelmente, do grupo de investidores controlados por Estados soberanos cuja expansão internacional apresenta os maiores desafios estratégicos para o país receptor de investimentos, sendo suas atividades concentradas em setores econômicos e “de mais fácil integração aos objetivos de política externa e de segurança do Estado investidor”.<sup>83</sup> Não por acaso, as duas operações por entidades estatais que causaram maior alarme em países receptores, ambas ocorridas nos EUA, foram a proposta de aquisição da *Union Oil Company of California* (UNOCAL) pela petrolífera *China National Offshore Oil Company* (CNOOC), em 2005, e a oferta, em 2006, da empresa *Dubai Ports World* (DPW), estatal dos Emirados Árabes Unidos, pelo controle da *Peninsular and Oriental Steam and Navigation Company* (P&O), do Reino Unido. A CNOOC desistiu da UNOCAL, que acabou comprada pela norte-americana Chevron, enquanto que a DPW se desfez dos ativos da P&O nos EUA.<sup>84</sup>

A interconexão entre os investidores soberanos de natureza financeira e as empresas estatais tradicionais se dá tanto por meio de estruturas societárias interligadas, quanto por transferências de capitais, nem sempre transparentes, entre essas duas categorias de investidores. O caso da DPW é exemplar da crescente conexão societária entre empresas estatais não financeiras e investidores soberanos. A controladora da DPW é a *Dubai World*, que também é proprietária da *Istithmar World*, investidor soberano daquele emirado (classificado pela McKinsey como CGI), bem como de outras empresas dos setores de transporte e logística, marítimo e de desenvolvimento urbano.<sup>85</sup>

---

83 TRUMAN, 2008b, p. 5 (tradução livre).

84 Para mais detalhes sobre a controvérsia em torno das operações, ver JACKSON (2010). Truman menciona, no caso da Europa, as preocupações com a expansão da estatal russa do setor gasífero *Gazprom* (TRUMAN, 2010, p. 2).

85 Ver <[www.dubaiworld.ae](http://www.dubaiworld.ae)>.

O principal investidor soberano chinês, a *China Investment Corporation* (CIC), fornece outro exemplo. Como controladora da subsidiária *Central Huijin Investment Ltd.*, agência de investimentos voltada para o mercado interno, a CIC tem participações que variam de 35% a 67% em cinco bancos chineses, como o *China Development Bank* e o *Industrial and Commercial Bank of China*,<sup>86</sup> os quais por sua vez financiam o setor privado e outras estatais do país.

Os investimentos dessas companhias e aqueles oriundos dos FRS e das CGIs fazem parte, portanto, de um mesmo fenômeno político e diplomático, não obstante as suas diferenças de regime jurídico e mesmo de estratégia investidora. Como prova disso, as reações nos países receptores, em termos políticos e regulatórios, tendem a não distinguir entre as categorias de investidores soberanos. Na legislação dos EUA sobre supervisão de investimentos estrangeiros com impacto na segurança nacional, por exemplo, optou-se pela formulação genérica “entidades controladas por ou que agem em favor de Estados estrangeiros”.<sup>87</sup>

O Brasil também possui empresas estatais tradicionais com operações e investimentos no exterior, como o Banco do Brasil e a Petrobras, nas quais o FSB adquiriu participação acionária como cotista único do “Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização” (FFIE), respectivamente em julho e setembro de 2010. A presença internacional dessas empresas não será, todavia, objeto de análise neste trabalho, que se concentrará, no caso do Brasil, no funcionamento e nos desafios do FSB, bem como, na dimensão defensiva, nas aquisições por estatais estrangeiras de ativos no Brasil.<sup>88</sup>

Independentemente de sua forma institucional, os Estados estabelecem seus investidores soberanos para alcançar um ou mais dos objetivos seguintes: (i) maximizar o rendimento dos seus recursos em moeda estrangeira; (ii) diversificar a poupança pública, com os investimentos no

---

86 CIC, 2010, p. 39.

87 Seção 2 (a) (4) do *Foreign Investment and National Security Act of 2007* (EUA, 2007a).

88 Ver Capítulo 7.

exterior servindo de contrapeso aos investimentos domésticos, especialmente nos períodos de dificuldade econômica e desvalorização de ativos internos; (iii) poupar para as gerações futuras, evitando que o ingresso de divisas seja dilapidado no consumo interno; (iv) funcionar como instrumento de política fiscal anticíclica; e (v) auxiliar a gestão das reservas internacionais na execução de política cambial.<sup>89</sup>

A finalidade de maximizar o retorno sobre o investimento, uma vez atingido nível adequado de reservas internacionais para prevenir crises no balanço de pagamentos, foi descrita em seção precedente, quando se tratou da transição de países em desenvolvimento da condição de devedores para a de credores. A função de diversificação da riqueza soberana integra a gestão dos fatores de risco que ameaçam a preservação do valor da riqueza nacional, especialmente flutuações cambiais, variações nos preços de *commodities* e quedas na cotação de ativos internos em comparação com ativos no exterior, sendo concretizada segundo os modelos financeiros de alocação de portfólio.<sup>90</sup>

O terceiro objetivo, de acumular poupança para as gerações futuras, caracteriza mais os fundos constituídos por exportadores de petróleo do que aqueles estabelecidos por países que escolheram estratégia de crescimento baseada nas exportações (*export-led growth*). Sendo o petróleo riqueza natural finita e não renovável, cabe aos atuais governantes criar mecanismos institucionais que sacrifiquem o consumo e o investimento atuais de modo a favorecer as gerações posteriores ao esgotamento da riqueza petrolífera.<sup>91</sup>

O quarto objetivo dos investidores soberanos é funcionar como coadjuvante da política fiscal, isto é, atuar como instrumento anticíclico

---

89 Ver FMI, 2008, p. 5, para uma apresentação semelhante dos objetivos dos investidores soberanos. O FMI, no entanto, atribui essas funções a “tipos” especializados de investidores soberanos, o que não parece correto, uma vez que um investidor soberano pode almejar simultaneamente, e normalmente o faz, vários dos objetivos mencionados.

90 Atualmente, o portfólio de vários investidores soberanos não se encontra adequadamente diversificado em razão do predomínio de investimentos nos países desenvolvidos, sobretudo nos EUA (BECK e FIDORA, 2008), tema que será retomado no Capítulo 3 com foco nos desequilíbrios macroeconômicos globais.

91 IBRE, 2010, p. 7.

co de estabilização da economia. Além de finitas e não renováveis, as *commodities* cujas exportações geram renda suficiente para a criação de um investidor soberano são sujeitas a oscilações de preços, que resultam em flutuações na renda nacional e na disponibilidade de recursos para a realização do gasto público. Proteger a renda nacional dessa volatilidade configura um autosseguro ou poupança anticíclica, que pode ser resgatada nos momentos de dificuldade de uma economia nacional.<sup>92</sup> Outra função dos investidores soberanos no campo da política fiscal é a já mencionada formação de reserva previdenciária para amortecer as consequências financeiras do envelhecimento populacional e do aumento dos gastos públicos no futuro.<sup>93</sup>

Uma variante desse gasto anticíclico para enfrentar as fases de baixa conjuntural da economia é a utilização do investidor soberano para financiar gastos emergenciais, como aqueles decorrentes de desastres naturais, novamente configurando uma modalidade de autosseguro. O caso recente mais notório desse tipo de destinação para o fundo soberano é oferecido pelo Chile, que sacou recursos do FEES, financiado pela renda das exportações de cobre, para enfrentar despesas urgentes de reconstrução na sequência do terremoto de 27 de fevereiro de 2010 naquele país.<sup>94</sup>

O quinto objetivo, de instrumento auxiliar de política cambial, reflete sobretudo a situação dos investidores soberanos das economias exportadoras asiáticas, em que a acumulação de ativos no exterior integra um modelo mais amplo de desenvolvimento industrial e econômico baseado nas exportações. Os grandes exportadores de *commodities* em geral não promovem a subvalorização cambial, apenas buscam evitar sobrevalorização cambial, como forma de afastar o risco de desindustrialização ou a inviabilização de indústrias nascentes (“doença holandesa”). Trata-se, no caso desses países, de uma política defensiva, que não

---

92 Ver LOYOLA, 2007.

93 BERKELAAR et al, 2010: xxviii.

94 “Taxing times”. *Economist*, 22/4/2010. Disponível em <[www.economist.com](http://www.economist.com)> (acesso em 28/12/2010).

equivale à política dos grandes exportadores asiáticos de obter vantagem competitiva nas exportações por meio do efeito da acumulação de ativos no exterior sobre o câmbio.

### 1.7. Tamanho e importância sistêmica dos investidores soberanos

Embora não se trate de fenômeno novo, a emergência dos investidores soberanos como fatores de peso na economia e na política internacionais é recente e culmina uma série de desdobramentos econômicos e transformações no papel dos países em desenvolvimento no sistema financeiro internacional.

Calcula-se que apenas o conjunto de FRS detinha recursos na faixa de US\$ 4,8 trilhões ao final de 2011.<sup>95</sup> Não se trata de um valor exorbitante, em termos comparativos. O valor de mercado das empresas que compõem o índice S&P 500, da bolsa de valores de Nova York, era calculado, em fevereiro de 2008, pouco antes de iniciar-se a fase aguda da última crise financeira internacional, em US\$ 12 trilhões. Da mesma forma, o volume total de ativos financeiros ao redor do mundo girava em torno de US\$ 190 trilhões no mesmo ano.<sup>96</sup> A “indústria” ainda seria, portanto, relativamente pequena, sobretudo em comparação com categorias de investidores institucionais mais tradicionais, como fundos de pensão (US\$ 25 trilhões em 2008), fundos mútuos (US\$ 18,8 tri) e ativos de seguradoras (US\$ 16,2 tri), resultando num volume total de recursos sob administração de US\$ 60 trilhões estimado para aquele ano.<sup>97</sup>

---

95 Fonte: SWF Institute, <www.swfinstitute.org> (último acesso em 13/8/2012). As duas maiores instituições, em meados de 2012, eram a ADIA dos Emirados Árabes Unidos (US\$ 627 bilhões) e o GPF da Noruega (US\$ 593 bilhões). A chinesa CIC aparece em 5º lugar (US\$ 482 bilhões). Ver também TRUMAN, 2010, pp. 12-15; BLUNDELL-WIGNALL, HU e YERMO, 2008, p. 6 (para classificação por país).

96 KIMMIT, 2008.

97 MCKINSEY, 2009, p. 9. Não custa lembrar que os ativos financeiros fluam ao redor do mundo, o que afeta as posições do universo de investidores, inclusive dos soberanos.

O ponto central na consideração da importância sistêmica dos fundos não é, todavia, o estoque de reservas, mas a expectativa de crescimento a taxas elevadas dos recursos à sua disposição.<sup>98</sup> Ao lado disso, como entidades estabelecidas e apoiadas por Estados em regra financeiramente robustos, os FRS dispõem de uma fonte potencial de capital com a qual raramente podem contar os investidores tradicionais, sem dúvida um fator de ampliação de seu poder de barganha em transações financeiras internacionais.

Existem duas características dos investidores soberanos que ampliam seu papel no sistema. A primeira é a sua forma de financiamento ou “*funding*”, ou seja, os investidores soberanos não são obrigados a obter financiamento de curto prazo no mercado – depósitos bancários ou dívidas de curto prazo, por exemplo – para realizar aplicações de longo prazo, como as instituições financeiras tradicionais.<sup>99</sup> O fato de contarem com uma base segura e crescente de recursos significa que os investidores soberanos têm, via de regra, poucas *liabilities* ou obrigações financeiras, não se sujeitando a eventos similares a uma corrida bancária.<sup>100</sup>

A segunda diferença em relação aos investidores tradicionais diz respeito a seu comportamento como participantes na ponta ativa do mercado: os investidores soberanos são também mais resistentes ao risco, caracterizando-se como investidores de longo prazo que apresentam menor sensibilidade a flutuações conjunturais no valor de seus ativos. David McCormick, ex-subsecretário do Tesouro para Assuntos Internacionais dos EUA, referindo-se ao perfil dos investidores soberanos, resume suas vantagens como sendo a baixa alavancagem (endividamento reduzido ou nulo), reduzidas obrigações financeiras e natureza pública.<sup>101</sup>

---

98 A McKinsey (2009, p. 11) calcula, em seu cenário de base, que os ativos totais no exterior dos países exportadores de petróleo e investidores soberanos asiáticos, incluídas reservas em poder dos bancos centrais, alcançarão respectivamente US\$ 8,9 trilhões e US\$ 7,5 trilhões em 2013.

99 Sobre o modo de financiamento das instituições financeiras modernas, ver GORTON, 2010.

100 Ver ROZANOV (2008) para classificação dos investidores segundo sua *liability structure*.

101 McCORMICK, 2007, p. 3. No Capítulo 3, serão analisadas mudanças no comportamento dessa categoria de investidores em face da crise de 2007-2009 e seu impacto sobre a estabilidade dos mercados, que acrescentam nuance a esse modelo ideal.

Se, de um lado, contribuem para a estabilidade dos mercados, as características de financiamento dos investidores soberanos causam, de outro lado, assimetrias na concorrência com os atores privados do sistema financeiro. Beneficiando-se de recursos orçamentários ou da transferência de reservas internacionais antes administradas pelos bancos centrais, enquanto que os investidores privados devem obter fundos nas condições mais rigorosas oferecidas pelo mercado, os investidores soberanos poderão merecer atenção adicional por parte dos legisladores e aplicadores das regras de concorrência que valem para as demais empresas nos Estados receptores de seus investimentos.<sup>102</sup>

## 1.8. Considerações finais

Neste Capítulo, apontam-se as dificuldades na definição dos investidores soberanos e propõe-se abordagem mais ampla, que supere o foco restrito nos FRS e considere as diferentes funções, estruturas jurídicas e objetivos financeiros aos quais os investimentos estatais no exterior podem ser moldados.

Em seguida, identificam-se as origens econômicas dos investidores soberanos, suas fontes de capital e objetivos, estes em geral vinculados a políticas governamentais nem sempre correspondentes à maximização do retorno financeiro. O Capítulo também se concentra no relato da trajetória dos investidores soberanos e na sua caracterização como atores de importância sistêmica nas finanças internacionais, que resulta tanto do tamanho dos investidores em seu conjunto, quanto de aspectos qualitativos de seu financiamento e modo de atuação.

No Capítulo 2, é exposto o modo como os investidores soberanos podem ser empregados pelos seus Estados de origem para traduzir poder econômico em poder político, por meio da aquisição no exterior

---

102 KERN, 2007, pp. 13-14.



de ativos estratégicos, da busca de acesso a tecnologias estrangeiras e da utilização de sua capacidade financeira para influenciar o processo decisório nos países receptores.



## Capítulo 2

# Desafios políticos, estratégicos e diplomáticos dos investidores soberanos

### 2.1. Considerações iniciais

Os investidores soberanos surgiram como entidades voltadas para maximizar o perfil de risco-retorno na administração dos recursos em moeda estrangeira de um país, em contraste com a gestão de reservas internacionais pelos bancos centrais, voltada para a realização de objetivos de política econômica.<sup>103</sup> A aquisição de ativos no exterior por motivações não comerciais representaria uma contradição fundamental com as razões originais que levariam os Estados à decisão de constituir fundos soberanos independentes das autoridades financeiras e monetárias.

Apesar disso, a possibilidade de que os fundos soberanos realizem investimentos com motivações não comerciais, sob a direção de seus Estados patrocinadores, constitui a principal preocupação suscitada nos países receptores de capitais pela ascensão dos investidores soberanos à condição de atores de importância sistêmica nas finanças internacionais. Ela está no centro dos esforços regulatórios que

---

103 KERN, 2007, p. 11.

visam ao estabelecimento de processos de supervisão mais rigorosos dos investimentos estrangeiros efetuados por entidades estatais, bem como ao aumento da transparência dos investidores soberanos quanto a suas políticas de investimentos.

Cohen e DeLong observam que, no passado, a aquisição de ativos da “economia real” no exterior por um Estado soberano seria considerada uma “quebra do protocolo financeiro internacional”. Segundo os autores, esperava-se que os governos utilizassem seus superávits fiscais para amortizar parte da dívida interna e trocassem os excedentes externos pela sua própria moeda, ouro, direitos especiais de saque do FMI ou títulos da dívida dos países importadores ou emissores de moedas que desempenham o papel de reserva de valor.<sup>104</sup> Mesmo nessas circunstâncias, ainda observáveis na prática dos bancos centrais e autoridades monetárias tradicionais, o detentor das reservas esbarraria na posição tradicionalmente circunspecta do FMI em relação à sua administração por países individuais, pelo risco de o processo de acumulação de divisas servir ao propósito de manipulação da taxa de câmbio.<sup>105</sup>

Em grande medida, a desconfiança em relação aos propósitos dos investidores soberanos é baseada, não na realidade atual, mas numa projeção dos riscos de seu tamanho e importância crescentes, que poderão distorcer seus incentivos e conduzi-los a uma transição do objetivo original de diversificação benigna da poupança nacional em moeda estrangeira para “políticas características de um jogo de soma zero”,<sup>106</sup> que lhes tragam benefícios em detrimento dos interesses dos países receptores. Estas podem incluir o apoio a “campeões nacionais” no setor industrial, a aquisição de posições controladoras em empresas estrangeiras com conhecimento protegido por direitos

---

104 COHEN e DeLONG, 2010, p. 66.

105 CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 7.

106 James Morrow define “jogo de soma zero” (*zero-sum game*) como aquele em que “everything won by one player must be lost by another player” e “jogo de soma positiva” (*non-zero sum* ou *positive-sum games*) como aquele em que “no longer is one player’s gain another player’s loss” (MORROW, 1994, p. 75).

de propriedade intelectual ou o interesse no controle sobre ativos da infraestrutura física ou financeira no exterior.<sup>107</sup>

Não contribui para dissolver as suspeitas em torno das intenções dos investidores soberanos a defesa cada vez mais assertiva que promovem do seu direito, em tese, de alocar seus recursos nas finalidades que melhor lhe aprouverem, inclusive aquelas de natureza político-estratégica, desde que respeitado o direito internacional,<sup>108</sup> considerando que os avanços alcançados no plano internacional no tocante à conduta dos investidores soberanos não apresentam caráter vinculante.

## 2.2. Investidores soberanos, ativos estratégicos e segurança nacional

A aquisição de ativos no exterior por razões não comerciais ou políticas ocorre num espectro amplo, abrangendo desde a aquisição de ativos minerais e energéticos no exterior ou de empresas desses setores até operações que atendem ao interesse de um Estado em ter acesso a conhecimento e propriedade intelectual, com aplicação em sua indústria nacional (em setores como bens de capital, informática, eletroeletrônica, e indústria espacial).

A coexistência entre objetivos políticos e legítimas razões empresariais, não redutíveis ao retorno financeiro imediato, dificulta a análise desses investimentos. A expectativa de benefícios para a economia como um todo, sob a forma de transferência de recursos, tecnologia e conhecimento (*retorno econômico*, em complemento a *retorno financeiro*), pode ser mesmo invocada pelo investidor soberano como justificativa, junto a seu público interno, de um eventual baixo retorno sobre o investimento no curto prazo.<sup>109</sup> O peso de considerações estratégicas e as análises de risco-retorno de cada investimento dificilmente podem

107 AIZENMAN e GLICK, 2007, p. 2.

108 Ver NUGÉE, 2009, p. 6.

109 ROZANOV, 2009, p. 17.

ser segregados de modo preciso. Cada operação exige dos receptores de investimentos juízos de valor complexos sobre a importância relativa das diferentes motivações para um investimento e a relevância para a segurança nacional do ativo sob disputa.

Além disso, nem toda aquisição de ativos “politicamente motivada” tem implicações para a segurança nacional. Existe diferença entre os investimentos estrangeiros baseados em *policy reasons* e aqueles fundamentados em *political reasons*.<sup>110</sup> A maioria dos investidores soberanos foi estabelecida para auxiliar na obtenção de objetivos de política pública, que podem coincidir ou não com o propósito de alcançar um desempenho “ótimo” em termos de risco-retorno, assim como podem ou não corresponder a objetivos estratégicos de seus patrocinadores estatais.<sup>111</sup>

Um investidor soberano pode tomar decisões de alocação de recursos para apoiar o modelo de desenvolvimento de seu país, optando por ativos em dólares em lugar de ativos em euros, mantendo desvalorizada a moeda nacional para atingir determinado objetivo nas contas externas ou no perfil de seu comércio exterior (privilegiar as exportações para os EUA, em detrimento da UE, por exemplo). Essa intervenção é certamente derivada de uma política governamental, mas não representa necessariamente a expressão de um objetivo político, no sentido das relações internacionais, de expansão do poder nacional.

O desafio à segurança nacional posto pela atuação dos investidores soberanos deriva de sua maior preferência por ativos da “economia real” (ações de empresas, imóveis), que oferecem melhor retorno do que aplicações mais conservadoras, como os títulos públicos do Tesouro norte-americano favorecidos pelos bancos centrais. Em alguns casos, a aquisição de participações em companhias no exterior pode assumir o caráter de um interesse puramente minoritário e financeiro, uma vez que nem sempre significa a assunção de controle acionário ou

---

110 Numa tradução livre, “razões de política pública” e “razões políticas”. Ver GIEVE, 2008, p. 2; COHEN e DELONG, 2010, pp. 76, 80; e HELLEINER e KIRSHNER, 2009, pp. 12-13.

111 ROZANOV, 2009, p. 16.

da gestão das companhias adquiridas, ainda que atuantes em setores potencialmente estratégicos de uma economia. Em outros, como denotam os exemplos concretos da CNOOC-UNOCAL e da DPW-P&O, os investidores soberanos buscam o controle de empresas em setores como informática, infraestrutura e energia.<sup>112</sup>

A definição de um determinado ativo da “economia real” como estratégico obedece, no entanto, a diversos critérios. A análise econômica não é alijada da atribuição de caráter estratégico a determinados ativos. Uma forma de diferenciar ativos estratégicos dos demais consiste em determinar a sua escassez ou o grau de disputa por um determinado recurso. A melhoria dos padrões de produção e consumo nos países em desenvolvimento, sobretudo naqueles de grande população e demanda crescente por insumos para a produção energética e industrial, como os BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China),<sup>113</sup> acentuou a percepção de competição estratégica entre potências estabelecidas e nações emergentes por insumos e matérias primas cuja oferta global é limitada, mas que são necessários em grande quantidade para sustentar níveis elevados de crescimento econômico.<sup>114</sup>

Outro critério de identificação de recursos estratégicos prioriza sua importância para a capacidade militar de um país, ofensiva ou defensiva, que poderia torná-los, por essa razão, alvos do interesse de investidores soberanos. Embora não seja possível elaborar lista exaustiva do tipo de recurso potencialmente almejado por investidores soberanos, algumas ideias podem ser depreendidas da experiência histórica ou de legislações nacionais que protegem explicitamente alguns recursos.<sup>115</sup> De modo exemplificativo, ativos estratégicos tradicionais

---

112 A aquisição da divisão de computadores pessoais da IBM pela chinesa Lenovo, que tem a participação de capital estatal chinês, também suscitou preocupações nos EUA, cujo Departamento de Estado proibiu a utilização dos equipamentos da empresa para trabalhos confidenciais (“Lenovo decision attracts cold war accusations”, *Financial Times*, 31/5/2006, em <www.ft.com>, acesso em 25/1/2011).

113 O Goldman Sachs, criador da sigla BRICs, lançou também o conceito de “N-11” (Bangladesh, Coreia do Sul, Egito, Filipinas, Indonésia, Irã, México, Nigéria, Paquistão, Turquia e Vietnã). Ver WILSON e STUPNYTSKA, 2007.

114 KLARE, 2008.

115 Ver, por exemplo, o *Defense Production Act of 1950*, dos EUA (EUA, 1950).

aos quais Estados estrangeiros plausivelmente desejariam ter acesso ampliado incluem recursos minerais e energéticos (minério de ferro, petróleo, gás, energia nuclear), siderurgia, estruturas de comunicações e transportes (empresas de telecomunicações, estradas, portos, companhias de aviação e navegação), e a capacidade de produção agrícola (não só a terra, mas também tecnologias da agricultura).

Setores adicionais poderiam ser enumerados cuja alienação a agentes estatais estrangeiros poderia gerar vulnerabilidade estratégica para Estados receptores de investimentos soberanos, assim como acréscimo de poder em favor dos Estados de origem de investidores soberanos, como a indústria de informática, os serviços financeiros e terras e empresas dedicadas à produção de combustíveis alternativos, que poderiam preencher parcialmente eventuais falhas no suprimento de combustíveis fósseis.

O objetivo neste Capítulo é sobretudo delimitar as situações em que a aquisição de ativos por um investidor soberano fora do seu território pode ter objetivos estratégicos ou gerar benefícios dessa ordem para seus Estados patrocinadores. Até esta etapa, sobressaem dois elementos: o primeiro é o *exercício de influência na empresa ou ativo adquirido*, tema que será objeto de apreciação no tratamento das legislações nacionais defensivas; o segundo é o *interesse em determinados setores da economia*, que podem incluir tanto setores de importância tradicional, quanto “novos” setores estratégicos, de utilidade defensiva e/ou ofensiva em desafios à segurança da era moderna. O quadro somente se completa, contudo, quando se adiciona aos dois primeiros fatores um determinado *comportamento* do investidor soberano interessado em adquirir controle de um ativo ou empresa pertencente a um setor estratégico de outra economia.

Cabe avaliar, quanto ao comportamento dos investidores soberanos, se suas atitudes denotam interesse em contribuir para a empresa adquirida ou para seus Estados de origem, por meio de condições para a realização de um investimento ou atitudes do investidor, após



efetuado o investimento, que tenham como objetivo aumentar o poder do Estado que o controla.<sup>116</sup>

Uma forma de transformar participação financeira em ativos no exterior em benefícios estratégicos consiste na vinculação do investimento à previsão contratual de fornecimento de determinados insumos ou produtos ao país investidor. Note-se que a inclusão de tais cláusulas contratuais independe até da aquisição de posição controladora na empresa receptora do capital, que pode ser compelida a aceitar esse tipo de obrigação não somente pela atratividade comercial, mas também por seu interesse ou necessidade de aumentar a base de capital, o que não é incomum em conjunturas econômicas adversas. Empresas estatais chinesas, com o subsídio, normalmente não comprovado, mas apenas presumido, de recursos em moeda estrangeira dos investidores soberanos de seu país, realizam com frequência investimentos vinculados a obrigações de suprimento, o que inclui transações recentes na economia brasileira (ver seções 2.5 e 6.3).

Outra forma de desvio de benefícios para o Estado controlador do investidor soberano, tratada na seção a seguir, consistiria na absorção de conhecimentos de propriedade da empresa adquirida para a realização de objetivos nacionais de política industrial, na maior parte dos casos realizada de forma indireta e perfeitamente legal, sendo apenas facilitada pela proximidade de centros de inovação e do processo decisório de companhias estrangeiras.

### **2.3. Investidores soberanos, política industrial e transferência de tecnologia**

A atuação dos investidores soberanos atende também a objetivos de política industrial, tanto indiretamente, ao contribuir para a

---

<sup>116</sup> Ver MEZZACAPO, 2009, pp. 28-30.

desvalorização da moeda nacional, quanto diretamente, por meio de medidas deliberadas para absorver conhecimento e tecnologia das empresas adquiridas.

O empenho em evitar a valorização da moeda nacional, que caracteriza a política econômica da maioria das economias exportadoras asiáticas, representa uma política industrial *horizontal*. A promoção do câmbio depreciado, na qual os fundos em poder dos investidores soberanos desempenham um papel ao lado das reservas internacionais, seria uma opção de menor risco e maior abrangência, por contemplar todos os setores de atividade, do que a concessão de subsídios governamentais a indústrias específicas, política que implica a escolha nem sempre acertada de “vencedores” e uma seleção de beneficiários de recursos públicos potencialmente baseada em critérios não só técnicos, mas também políticos.<sup>117</sup>

Os investidores soberanos favorecem diretamente a política industrial de seus governos quando se valem de participação acionária ou posição controladora numa empresa para obter acesso a tecnologias e ajudar a disseminá-las em seu país de origem, possivelmente em prejuízo da empresa adquirida. No caso de investimentos com finalidade puramente comercial, em contraste, o interesse do adquirente reside em preservar a exclusividade do conhecimento ou da tecnologia na empresa adquirida, da qual se tornou sócio, proprietário ou acionista.<sup>118</sup>

No setor industrial, pode ser dada como exemplo dessa possibilidade, embora o caso não envolva ostensivamente investidores soberanos, a tentativa da chinesa *Huawei Technologies*, frustrada por bloqueio das autoridades regulatórias norte-americanas, de adquirir a empresa de equipamentos de telecomunicações *3Com* dos EUA, em 2008. Supos-

---

117 Ver COHEN E DELONG, 2010, pp. 75-76. Dani Rodrik defende que a política industrial tem um saldo global positivo, uma vez que o processo de tentativa e erro na seleção de “vencedores” gera um aprendizado para os governos (RODRIK, 2007, p. 101). Rodrik acrescenta que “the government has imperfect information, but (...) so does the private sector”.

118 Cohen e DeLong chamam os investidores soberanos de “serpentes no jardim”, por sua atuação como instrumentos auxiliares da política industrial de seus países e indutores de transferência de tecnologia (COHEN e DeLONG, 2010, p. 86).

tamente ligada ao setor militar chinês, a Huawei postulou a aquisição de 16% da 3Com, que incluía a unidade *TippingPoint*, fabricante de equipamentos de redes de informática que tem como cliente o Pentágono.<sup>119</sup>

A transferência de tecnologia não se concretizaria, necessariamente, por meio de processos formais ou iniciativas deliberadas dos investidores estatais. Cohen e DeLong admitem que os *spillovers* da inovação tecnológica nunca se restringem aos seus proprietários originais. Isso significa que, se não fossem apropriados pelos investidores soberanos, esses conhecimentos seriam provavelmente aproveitados ou copiados por concorrentes privados, até sua eventual superação no processo econômico.<sup>120</sup>

A proximidade de investidores soberanos dos centros de inovação e conhecimento estrangeiros aumenta, contudo, a probabilidade de que esses *spillovers* não beneficiem a economia onde se localiza a empresa adquirida, mas sejam revertidos sistematicamente em favor de empresas ou do processo de desenvolvimento tecnológico no país investidor, conforme advertido no excerto a seguir:

And what will happen when governments with ownership stakes in firms think that it would be nice if they would tune things so that the spillovers happen not where the operations are currently located, but rather where the government would prefer the spillovers to be?<sup>121</sup>

A absorção de conhecimento e tecnologia não se restringe ao setor manufatureiro. No setor bancário, entre o segundo semestre de 2007 e o primeiro semestre de 2008,<sup>122</sup> quando não era plenamente estimado o real alcance da mais recente crise internacional, o interesse

---

119 “3Com hitches its wagon to China”. *New York Times*, 1/5/2008, em <www.nytimes.com> (acesso em 2/7/2010). Também Telegrama 813, de 26/3/2008 (parágrafo 2º), expedido pela Embaixada em Washington.

120 COHEN e DeLONG, 2010, pp. 124-125.

121 *Ibidem*, 2010, p. 126.

122 Fundos soberanos asiáticos e do Oriente Médio compraram nesse período participações acionárias expressivas, ainda que minoritárias, em grupos financeiros como Bear Stearns (posteriormente absorvido pelo JP Morgan Chase), Blackstone, Citigroup, Merrill Lynch (posteriormente adquirido pelo Bank of America), Morgan Stanley e o suíço UBS (ver GARTEN, 2008).

dos investidores soberanos em adquirir participações em instituições norte-americanas e europeias tinha sem dúvida componente financeiro, baseado no entendimento de que a aquisição de ações de bancos, em franca desvalorização num momento de pânico nos mercados internacionais, lhes proporcionaria elevados lucros quando se restaurasse a normalidade dos negócios. Desse ponto de vista, a aposta dos investidores soberanos revelou-se no geral equivocada. Alguns sofreram perdas tão significativas que resolveram buscar o rompimento com as instituições nas quais realizaram investimentos, mesmo após a estabilização dos preços das ações do setor financeiro (caso da ADIA com respeito a seu investimento de US\$ 7,5 bilhões no Citigroup, em novembro de 2007, sob arbitragem desde dezembro de 2009).<sup>123</sup>

Havia também, entretanto, razão claramente estratégica no interesse dos investidores soberanos por instituições financeiras ocidentais. Num contexto de crescente complexidade dos mercados de capitais, a compra das participações refletia a ambição dos investidores de acelerar o processo de profissionalização de seus quadros dirigentes e aumentar a familiaridade com as inovações produzidas nos centros tradicionais. Essa foi, em alguma medida, a motivação para o investimento do investidor soberano chinês *Citic* no Bear Stearns, em 2007, conforme comentado no excerto abaixo:

If there is one element that ties together the Chinese investments in financial services, meanwhile, it is a desire to gain experience. A few years ago, the large Chinese banks invited international banks to take stakes in them in an effort to acquire skills. Their own forays are following the same logic. If approved, Citic Securities' 6 per cent stake in Bear Stearns will allow it little direct management influence but gives the Chinese stockbroker a window on to Wall Street.<sup>124</sup>

---

123 A ADIA solicita a rescisão do investimento no banco e indenização de US\$ 4 bilhões por fraude. Fonte: nota à imprensa do Citigroup, de 15/12/2009, em <www.citigroup.com> (acesso em 2/1/2011).

124 Ver "In search of illumination". *Financial Times*, 4 de dezembro de 2007. Disponível em <www.ft.com> (acesso em 24/1/2011). O site da Citic (originalmente *China International Trust and Investment Corporation*) informa sobre a presença da empresa nas finanças, indústria e serviços (<www.citic.com>).

O governo da Líbia, em junho de 2010, apoiou discretamente a criação, em Londres, de um fundo de investimentos que, além de administrar parte da riqueza soberana do país, funcionaria como campo de treinamento para seus profissionais financeiros, sob a direção de executivos ocidentais. Vale reproduzir as declarações de gestor do fundo, que chamou o exercício de “transferência de tecnologia financeira”:

What we will give back to our clients [a Líbia] is not just the returns on their investment that we generate. This is also about the *transfer of investment technology* and creating a generation of people who, in four or five years, will have a good level of technical international financial knowledge.<sup>125</sup>

Não obstante o que os exemplos fornecidos possam indicar sobre o potencial dos investidores soberanos de contribuir com esforços de absorção de tecnologia e inovação de seus países de origem, não há evidências de que esse engajamento seja consciente e sistemático. A distribuição setorial conhecida das transações que envolveram investidores soberanos em tempos recentes não permite discernir uma prioridade a inversões em setores industriais de alta tecnologia. Simone Mezzacapo, da Direção-Geral de Assuntos Econômicos e Financeiros da Comissão Europeia, identifica, com base em dados sobretudo do Deutsche Bank,<sup>126</sup> forte concentração dos investimentos soberanos em ativos do setor financeiro, que responderam por 61,5% do valor das transações entre 1995 e 2008, proporção que sobe para quase 90% quando se leva em conta apenas os EUA como receptor dos capitais (54% no caso da UE).

A indústria de defesa, ainda no estudo de Mezzacapo, correspondeu a somente 0,4% dos investimentos no período (1,6% na UE e zero

---

125 “Lybia sets up London hedge fund to train financial experts”. *The Independent*, 16/6/2010. Disponível em <<http://license.icopyright.net>> (acesso em 2/7/2010).

126 MEZZACAPO, 2009, pp. 100-103.

no caso dos EUA). Os setores de tecnologia e a indústria em geral receberam razoável montante de investimentos de investidores soberanos entre 1995 e 2008 (respectivamente 4,9% e 3,5% nos dados gerais), mas não se trata evidentemente de números alarmantes. Os investimentos em tecnologia nos EUA e na UE, onde as preocupações com os investidores soberanos seriam mais acentuadas, foram equivalentes, respectivamente, a meros 0,9% e 0,6% do total para o período estudado.

Estudo patrocinado pela OCDE também não permite identificar prioridade clara dos investidores soberanos a empresas de interesse industrial estratégico no exterior. De acordo com o trabalho, a alocação de recursos dos investidores soberanos não seria fundamentalmente diferente da observada em fundos mútuos de ações, em termos tanto de distribuição geográfica, com maior concentração nos EUA, quanto de preferência por setores. Os autores identificam, no entanto, maior peso de empresas de comunicações, transportes e energia no portfólio dos investidores soberanos, em comparação com os fundos mútuos. Ambos os grupos investiriam grande parte de seus recursos em empresas do setor financeiro.<sup>127</sup>

## 2.4. Investimentos soberanos e interação diplomática

A possibilidade de que os interesses dos investidores soberanos passem a ser defendidos e promovidos pelos seus Estados de origem no contexto de interações diplomáticas foi claramente articulada por Lawrence Summers no excerto abaixo:

Apart from the question of what foreign stakes would mean for companies, there is the additional question of what they might mean for host governments. What about the day when a country joins some “coalition of the willing” and asks the US president to support a

---

127 AVENDAÑO e SANTISO, 2009, pp. 17-20.

tax break for a company in which it has invested? Or when a decision has to be made about whether to bail out a company, much of whose debt is already held by an ally's central bank?<sup>128</sup>

No Fórum Econômico Mundial de Davos, em 2008, Summers voltou a propor cenários em que um governo de origem de um investidor soberano poderia buscar, pelos canais diplomáticos, exercer influência sobre o processo decisório de outro governo:

(...) The SWF of country A makes an investment in a major bank in country B. The bank gets in big trouble. There is question as to whether investors are going to be bailed out. Is there any country in the world that can assert confidently, that with billions of dollars on the line, their head of state and foreign minister are not going to become involved in the negotiations? And do we think that kind of thing is healthy for modern markets?<sup>129</sup>

Os credores de um país poderiam usar o seu poder de barganha de forma sutil, sem necessariamente adotar postura de confrontação. O governo do Estado receptor, por sua vez, ao invés de agir em favor dos interesses de investidores soberanos estrangeiros, poderia simplesmente abster-se de medidas ou políticas com maior probabilidade de antagonizar seus credores.<sup>130</sup>

O próprio Summers admite que sua postura é principalmente de precaução, não sendo ainda possível julgar se ocorreram episódios de patrocínio por um Estado, em sua relação diplomática tradicional com terceiros Estados, dos interesses específicos de seus investidores soberanos, isto é, de proteção de um investimento numa determinada empresa ou ativo do Estado receptor.<sup>131</sup> Tem-se notícia, no máximo, de

---

128 SUMMERS, 2007.

129 DAVOS, 2008.

130 SETSER, 2008, pp. 34-35.

131 DAVOS, 2008: "The argument that we've never done 'X', therefore it would be the end of the world if there was any effort to force us to agree in the future not to do 'X' is not wholly reassuring for people who are worried about 'X.'" Referia-se ele à resistência dos investidores soberanos em concordar por escrito [antes dos Princípios

declarações oblíquas contra o protecionismo ou advertências sobre a possibilidade de tratamento recíproco aos investidores de países que impuserem restrições ao ingresso de seus capitais soberanos.

Presume-se, ainda, de modo equivocado, que a pressão diplomática parte sempre dos Estados investidores, quando são os Estados receptores que, em momentos de escassez de liquidez interna, não raro tomam a iniciativa de recorrer aos canais diplomáticos junto aos Estados dotados de vasta riqueza soberana a fim de obter investimentos em sua dívida pública ou em suas empresas nacionais. Um exemplo é fornecido pela Grécia na primeira fase da crise da zona do euro do primeiro semestre de 2010. No auge das desconfianças em torno da solvência do Estado grego, o primeiro-ministro Georges Papandreou fez visita à Líbia, em junho de 2010, na qual buscou capital líbio para investimentos em vários setores da economia de seu país, como energia e turismo.<sup>132</sup> Poucos dias depois, o governo grego recebeu a visita do vice-premiê da China Zhang Deijang, na qual teria havido a tentativa de atrair capital chinês para a compra de 20 bilhões de *euros* em títulos de longo prazo do governo grego, operação que acabou malogrando em razão da recusa grega em vender, como contrapartida, participação acionária no Banco Nacional da Grécia, o maior banco comercial do país.<sup>133</sup>

Em outro exemplo, no auge da crise no segundo semestre de 2008, o secretário do Tesouro dos EUA, Henry Paulson, teria oferecido o apoio do governo norte-americano a eventual compra de participação pela CIC no banco de investimentos Morgan Stanley, então em aguda dificuldade, diante da relutância do governo chinês em investir no setor financeiro norte-americano às vésperas da falência do banco Lehman Brothers.<sup>134</sup>

---

de Santiago, de outubro daquele ano] com determinadas regras de conduta que impedissem o investimento não comercialmente motivado.

132 "Papandreou seeks to revive Gadaffi ties". *Financial Times*, 9/6/2010. Disponível em <www.ft.com> (acesso em 2/8/2010).

133 "Beijing to invest in Greek projects". *Financial Times*, 15/6/2010. Disponível em <www.ft.com> (acesso em 2/8/2010).

134 SORKIN, 2009, pp. 469-470.



Admite-se, no entanto, uma alta probabilidade de que os interesses de investidores soberanos sejam objeto de interação diplomática e constituam tópico de conversação entre autoridades nacionais de alto nível. Summers não parece contemplar, em suas hipóteses, a possibilidade de que tais consultas representem, não um risco para o Estado receptor, mas uma oportunidade de aprofundar conhecimento sobre a atuação de investidores patrocinados por Estados estrangeiros em seu território, bem como de expressar preocupação em relação a algumas de suas posturas e atividades. Nos exemplos de Summers, além disso, não é evidente que o Estado investidor se encontra em posição de força em relação ao receptor dos investimentos, que preserva considerável poder de barganha na medida em que os ativos do Estado estrangeiro encontram-se sob sua jurisdição e são afetados por suas escolhas de política econômica e mudanças normativas.

Não obstante os exemplos de Summers sejam contestáveis e excessivamente calcados na experiência dos EUA, em relações muitas vezes assimétricas com parceiros (*tax break versus coalition of the willing*), sua advertência suscita cenários mais complexos, em que outros interesses do Estado receptor de investimentos ou de suas empresas, como níveis tarifários para seus principais produtos de exportação e participação em compras governamentais, poderiam tornar-se vulneráveis a retaliações do Estado investidor. Quando a presença de um investidor soberano num país assume tal relevância que perdas em investimentos financeiros podem constituir objeto de consultas em alto nível político, é razoável supor que o relacionamento econômico adquiriu uma profundidade que também amplia as opções de reação do Estado receptor. Mais uma vez, trata-se de perspectiva mais provável em relações que envolvam os EUA do que outros países, em razão da ainda maciça concentração do portfólio dos principais investidores soberanos em ativos norte-americanos, como é exposto no Capítulo 3.

## 2.5. Investidores soberanos na disputa global por recursos estratégicos

Foram abordados nas seções anteriores os possíveis objetivos de investidores soberanos na aquisição de ativos sensíveis no exterior e as preocupações de países que recebem esses capitais, relacionadas a interesses localizados em seu próprio território. A busca por recursos estratégicos adquiriu, contudo, uma dimensão global, em que medidas legais e regulatórias nacionais não surtem efeito ou não têm capacidade de proteger todos os possíveis interesses de um país.

O Brasil, por exemplo, é afetado tanto pela compra por investidores soberanos chineses de empresas ou recursos em território brasileiro, quanto pela aquisição indiana de controle sobre empresa petrolífera num país africano, ainda que a transação seja aprovada pelo Estado anfitrião. Ações regulatórias que protegem empresas e setores sensíveis da economia interna não servem para afastar o risco político-estratégico representado pela atuação de investidores soberanos estrangeiros em terceiros países, na medida em que o acesso de um país a recursos e tecnologias importados seja prejudicado pelo controle de fontes de suprimento desses ativos por outros Estados.

Os protagonistas dessa competição são os países consumidores de recursos. De um lado, encontram-se as potências industriais tradicionais, lideradas pelos EUA, cuja busca por ativos em terceiros países pode envolver diplomaticamente o Estado, mas é conduzida por suas multinacionais privadas. Do outro lado, figuram potências emergentes em fase de desenvolvimento acelerado, em especial China e Índia, que Michael Klare chama de “*the Chindia Challenge*”, cuja atuação no exterior é baseada sobretudo em empresas estatais e no financiamento governamental. O Brasil, tema dos dois Capítulos finais do trabalho, é visto por Klare como país que recentemente se juntou ao grupo que concorre pelo acesso a matérias-primas essenciais ao redor do mun-

do.<sup>135</sup> Em função de seu perfil populacional e das riquezas de seu próprio território, no entanto, o Brasil tem um déficit menor de oferta de recursos naturais para o seu desenvolvimento em relação à demanda interna por esses insumos, situação que caracteriza também a Rússia.

A China, primeiro lugar mundial em quantidade de reservas internacionais, ainda estaria em ampla vantagem em comparação com outros países em desenvolvimento nessa competição. Segundo Ian Bremmer, o governo chinês emprega todos os meios, inclusive seus investidores soberanos, para conquistar acesso de longo prazo a recursos considerados essenciais à sustentação de altas taxas de crescimento naquele país, como petróleo, gás natural, metais, minerais e outras *commodities*.<sup>136</sup> A prioridade nesta seção não é realizar análise aprofundada das necessidades de recursos indianas ou chinesas derivadas de seus modelos de desenvolvimento, nem abordar detalhes de transações específicas, mas ressaltar a importância do Estado, em particular dos investidores soberanos, no financiamento dessa estratégia, e as consequências dessas ações para a política internacional.

A participação dos governos chinês e indiano na aquisição de recursos energéticos e matérias-primas no exterior ocorre por intermédio sobretudo de suas empresas estatais, como a *China National Petroleum Corporation* (CNPC) e a *Indian Oil Corporation* (Indian Oil). Como existe forte proteção a esses setores nos países ricos em recursos naturais, as operações que permitem o acesso das empresas chinesas e indianas, particularmente das primeiras, à riqueza de outros países são realizadas ora por meio de subsidiárias parcialmente privatizadas, ora via *joint ventures* com as empresas nacionais dos países anfitriões, que incluem convênios de garantia do suprimento. Por meio desses arranjos, a China tem acesso à riqueza energética e a recursos minerais em vários continentes, com destaque para a África, mas com presença

---

135 KLARE, 2008, pp. 63 e ss. Ao lado do Brasil, Klare cita Indonésia, Malásia, Coreia do Sul e Turquia (p. 87).

136 BREMMER, 2010, p. 134.

também na América Latina e na Ásia. As estatais indianas, por sua vez, têm presença na África e na Ásia, mas ainda não na América Latina.<sup>137</sup>

A relação entre os investidores soberanos e empresas estatais é presumida no caso da China, porém de difícil comprovação. O semanário *Economist* aponta percepção generalizada de que os bancos de desenvolvimento da China (recorde-se que a CIC detém participação acionária expressiva em alguns deles) atuam como financiadores indiscriminados das “conquistas chinesas no exterior”.<sup>138</sup> Na mesma linha, Klare afirma que, “to a striking extent, Beijing has relied on the power of its considerable purse to acquire the resources it seeks”.<sup>139</sup> O governo indiano, por sua vez, que detém montante expressivo de reservas internacionais (cerca de US\$ 278 bilhões), teria sido pressionado pelas companhias petrolíferas estatais do país a criar um fundo dedicado à aquisição de ativos energéticos e matérias-primas importantes para o desenvolvimento industrial indiano, em cooperação com as empresas controladas pelo governo, a exemplo do que fariam as empresas petrolíferas chinesas, numa autêntica corrida por ativos energéticos estratégicos.<sup>140</sup>

Na busca de preferências no acesso a matérias-primas no exterior, a China se vale de instrumentos financeiros e diplomáticos que se reforçam mutuamente. Ao lado do apoio financeiro do Estado às aquisições em si, a China tem prestado ajuda aos anfitriões de seus investimentos, sobretudo na África, na forma de empréstimos em condições concessionais e perdão de dívidas, postura complementada por discurso diplomático de solidariedade entre países em desenvolvimento. Ainda na esfera diplomática, intensificaram-se, na primeira

---

137 KLARE, 2008, pp. 75 e ss.; BREMMER, 2010, pp. 135-137. Na América do Sul, haveria presença chinesa na Argentina, Chile (mineração), Equador, Peru e Venezuela.

138 “Being eaten by the dragon”. *The Economist*, 13/11/2010, p. 78.

139 KLARE, 2008, p. 76.

140 “Oil groups urge India wealth fund”. *Financial Times*, 17/03/2010. Disponível em <www.ft.com> (último acesso em 28/12/2010).

década do século, as visitas de alto nível de autoridades chinesas aos países africanos.<sup>141</sup>

Expostos os fatos ilustrativos da atuação de investidores soberanos em apoio à pretensão de seus países de origem, com destaque para a China e em menor escala a Índia, de obter acesso preferencial a matérias-primas ao redor do mundo, com implicações não somente para os países receptores desses investimentos, mas também para os demais países que importam seus recursos naturais, passa-se a análise do impacto da questão sob o ponto de vista da política internacional.

Cabe uma breve nota digressiva para conferir precisão às expressões *hard power* e *soft power*, sobretudo a última, usada com frequência de modo inadequado para caracterizar políticas de persuasão praticadas por alguns países, mas que não deixam de envolver elementos de coerção ou pagamento. Principal formulador da distinção, Joseph Nye define *soft power* de forma restritiva como “the ability to get what you want through attraction rather than coercion or payments (...) without tangible threats or payoffs”.<sup>142</sup> Para o autor, conta como *soft power* apenas a cooptação por meio de fatores de “atração”, como a personalidade carismática de líderes, cultura, valores políticos e instituições.<sup>143</sup> O próprio Nye, contudo, admite que “sometimes the same power resources can affect the entire spectrum of behavior from coercion to attraction”, referindo-se à perda tanto de *hard* quanto de *soft power* decorrente do declínio militar e econômico.<sup>144</sup>

O principal desafio da China na busca por acesso a recursos sensíveis para o seu desenvolvimento e capacidade de defesa, que evidentemente tem o potencial de lhe favorecer na distribuição internacional de poder, é aumentar o grau de aceitação a seus investimentos por

---

141 KLARE, 2008, pp. 74, 165-166.

142 NYE, 2004, 'x' e 5. Para confirmar que não inclui determinadas formas de cooperação na categoria de *soft power*, Nye afirma (p. 'x') que “when you can get others to admire your ideals and to want what you want, you do not have to spend as much on sticks and carrots to move them in your direction”.

143 *Ibidem*, p. 6.

144 *Ibidem*, p. 9.

meio do emprego de instrumentos de *soft power*. A política chinesa de ajuda oficial ao desenvolvimento,<sup>145</sup> especialmente na África, embora talvez formulada como exercício de *soft power*, na verdade representa uma expressão branda do *hard power* chinês, situada dentro do espectro que vai da coerção ao pagamento (ou *carrots and sticks*).

Função sobretudo de características internas de um país, não raro intangíveis, capazes de exercer atração sobre outros países e sociedades, bem como de ganhar sua admiração, o *soft power* não pode ser adquirido de forma mecânica, pelo aumento da atividade diplomática e do auxílio financeiro. As dúvidas quanto às vantagens para os países receptores da presença chinesa na África<sup>146</sup> seriam, nessa linha de raciocínio, resultantes da dificuldade em traduzir a utilização dos instrumentos de diplomacia financeira, como a ajuda oficial ao desenvolvimento, que pode mesmo ser fruto de uma motivação benigna, em *soft power* verdadeiro, cuja construção pode levar tempo.

Embora a situação do Brasil como patrocinador de investimentos soberanos seja objeto de avaliação mais detida em Capítulo posterior, pode-se adiantar que esse quadro pode representar vantagem para o Brasil no seu engajamento externo, que inclui o componente de acesso a recursos energéticos e matérias-primas. No caso específico da África, deve-se admitir que a presença brasileira não causa o mesmo tipo de preocupação no continente africano em parte por ter dimensão menor do que a chinesa. Ao mesmo tempo, é possível prever que o Brasil reúne condições de utilizar de forma mais imediata recursos de *soft power* para apoiar a expansão de empresas brasileiras naquele continente e também em outras partes do mundo.

O uso em larga escala de meios financeiros estatais para obter vantagens no acesso a recursos energéticos e matérias-primas no ex-

---

145 A OCDE define o termo *Official Development Assistance* (ODA) no seu *Glossary of Statistical Terms*, como “flows of official financing administered with the promotion of the economic development and welfare of developing countries as the main objective, and which are concessional in character with a grant element of at least 25 percent” (em <<http://stats.oecd.org>>).

146 KLARE, 2008, pp. 170, 174-176. Para Maurício Lyrio, o custo político-diplomático das iniciativas chinesas na África e em outras regiões ricas em recursos energéticos não seria propriamente uma consequência inesperada, mas o preço calculado de uma política pragmática (e agressiva) voltada para compensar a entrada tardia do país na disputa mundial por esses ativos (LYRIO, 2009, p. 48).

terior pode igualmente apresentar perigo para as relações com outros países consumidores. Estes se ressentem não só da ameaça à segurança do suprimento de recursos sensíveis, mas também das condições mais vantajosas de financiamento das empresas de grandes detentores de reservas, resultantes da certeza de apoio e garantia governamentais em caso de dificuldades financeiras. Capazes de oferecer um preço mais alto pelas mesmas riquezas, os investidores soberanos têm ainda o potencial de causar distorções nos preços de determinados ativos energéticos, em detrimento de outros países consumidores.<sup>147</sup>

## 2.6. Considerações finais

Analisa-se no presente Capítulo algumas possibilidades de alocação do capital dos investidores soberanos para finalidades políticas de seus Estados patrocinadores. Muitas das situações apontadas sequer se concretizaram na atuação dos investidores, que em grande medida se comportam como agentes responsáveis na economia mundial em busca do maior retorno ajustado ao risco para seus investimentos. Além disso, mesmo quando estão em jogo interesses estratégicos, um juízo das intenções dos investidores soberanos é dificultado pela presença concomitante de razões empresariais legítimas para determinada operação. O fato de não existir evidência abundante de promoção sistemática de objetivos estratégicos pelos investidores soberanos não significa, contudo, que se deva descartar o risco de tal postura no futuro.

Enquanto este Capítulo é voltado para os investimentos baseados potencialmente em interesses estratégicos, o próximo se dedica às políticas públicas, especialmente econômicas, atendidas pelos investidores soberanos, com repercussões sobre o equilíbrio macroeconômico global. É igualmente analisado no Capítulo 3 o impacto dessa cate-

---

147 Ver BREMMER, 2010, p. 138.

ria de investidores sobre a estabilidade dos mercados de capitais, com base em aspectos de seu comportamento como agentes financeiros e de suas formas de governança.



## Capítulo 3

# Investidores soberanos, estabilidade dos mercados e desequilíbrios globais

### 3.1. Considerações iniciais

O impacto econômico dos investidores soberanos pode ser analisado sob duas perspectivas: (i) a do comportamento dos investidores soberanos como atores de importância sistêmica nos mercados financeiros; (ii) a da instrumentalidade dos investidores soberanos no quadro mais amplo de política econômica de seus países de origem. Em ambos os casos, cabe analisar em que medida os investidores soberanos atuam como fatores de estabilização da economia mundial (além do seu papel como agentes anticíclicos na economia interna) ou como fatores de instabilidade, aumentando a propensão do sistema a crises periódicas e a probabilidade de tensão no relacionamento entre os Estados.

Com o tratamento das questões de governança econômica, pretende-se neste Capítulo completar o diagnóstico dos desafios derivados do crescimento em importância dos investidores soberanos, antes da discussão das respostas aos problemas expostos, nos Capítulos 4 e 5.

### 3.2. Comportamento dos investidores soberanos

Os estudos do impacto dos investidores soberanos sobre os mercados são focados ora na existência de viés político em suas decisões de investimento, ora na possível redistribuição geográfica de seus recursos em função do emprego de modelos financeiros de gestão de portfólio.<sup>148</sup> Não menos importante é avaliar os efeitos sobre a estabilidade dos mercados resultantes do comportamento dos investidores soberanos, que teria características singulares derivadas do seu caráter estatal, algumas positivas, como o foco no longo prazo, e outras nem tanto, como falta de transparência e previsibilidade, o que não é o caso de todos os investidores da categoria.

Confrontados com as desconfianças dos países receptores em relação a sua crescente importância sistêmica, os investidores soberanos procuram dar garantias de seu perfil conservador, bem como de sua preferência por retornos de longo prazo, característica facilitada pela sua base estável do financiamento. A crise financeira de 2007-2009 tem induzido, no entanto, alterações na postura dos investidores soberanos, que reabrem o debate sobre a sua contribuição para a estabilidade da economia mundial.

A crise deixou claro que os investidores soberanos não estão imunes a pressões do seu público interno e dos meios políticos por um desempenho positivo no curto prazo, o que poderá aproximar seu comportamento daquele dos demais investidores institucionais.<sup>149</sup> Os eventos que geraram maior insatisfação interna nos países que possuem investidores soberanos foram as perdas incorridas em investimentos nas instituições financeiras norte-americanas no estágio inicial da crise de 2007-2009, afetados sucessivamente pelo desaparecimento do banco de investimentos Bear Stearns, em março de 2008,

---

148 BECK e FIDORA, 2008.

149 ROZANOV, 2009, p. 18.

e pelo choque ainda maior da falência do Lehman Brothers, em setembro daquele ano.

Em resumo, as mudanças de comportamento dos investidores soberanos consistem num foco renovado na liquidez, isto é, na aquisição de ativos facilmente negociáveis e conversíveis em dinheiro, e a reorientação para o mercado interno, isto é, para o apoio a empresas nacionais e à economia doméstica, de modo suplementar ao orçamento governamental.<sup>150</sup>

O resgate de recursos investidos no exterior para o atendimento de prioridades internas representa menos uma mudança de atitude dos investidores soberanos do que a concretização do mandato anticíclico de vários integrantes dessa categoria de investidores, que inclui o auxílio à economia interna em momentos de crise. Apenas essa função das instituições jamais havia sido testada desde a ascensão dos investidores soberanos ao *status* de atores de importância sistêmica na primeira década deste século. Os resgates no exterior para responder a demandas internas transformam-se em fator de instabilidade na medida em que os investidores sejam obrigados a desfazer-se abruptamente de suas posições nos mercados internacionais. Seu efeito, entretanto, tende a ser temporário, revertendo-se ao menos parcialmente com a recuperação econômica mundial.

A atenção renovada à liquidez constitui alteração de postura mais problemática e duradoura do ângulo da estabilidade global. Se abandonarem o modelo de investidores de longo prazo, as entidades soberanas deixarão de funcionar como contrapeso aos demais investidores, privados ou institucionais, podendo contribuir para acentuar os ciclos de alta dos mercados financeiros e para agravar os ciclos de baixa.

Os investidores soberanos ainda são vistos pelos demais agentes do mercado como instituições sigilosas que, em função de sua nature-

---

150 *Ibidem*, pp. 14-15.

za estatal, dispõem de informação de melhor qualidade a respeito da direção do mercado como um todo. Um gesto de um desses investidores, sinalizando determinada decisão de investimento, poderá, ainda que não concretizado, causar substancial incerteza e turbulência nos mercados financeiros. Vale, a propósito, reproduzir trecho do estudo de Kern:

As immediate or indirect state entities, SWFs are usually not covered by existing legal and regulatory requirements imposed upon similar entities, especially investment and pension funds. (...) This especially pertains to their overall asset allocation, transaction pipelines, and the use of derivative instruments and leveraging financing. Taken together, this makes SWFs *comparatively intransparent market participants which may potentially cause severe uncertainties in financial markets*.<sup>151</sup>

A questão central é o comportamento dos agentes privados em reação a rumores ou movimentações reais de recursos pelos investidores soberanos. Considere-se, a título de exemplo, o interesse de um investidor soberano em diminuir a concentração de ativos denominados em dólar em seu portfólio.<sup>152</sup> Nessa hipótese, os agentes privados tenderiam, nos prazos médio e longo, a substituir os investidores estatais em resposta ao aumento da atratividade desses investimentos (preços mais baixos em função do aumento da oferta e maiores taxas de juros decorrentes da necessidade de atrair novo capital para esses ativos). No curto prazo, entretanto, o mais provável seria que, num típico “comportamento de manada”, os investidores privados se afastassem de ativos em dólar simultaneamente aos soberanos, ampliando, ao invés de atenuar, o impacto de uma fuga de capitais de origem oficial.<sup>153</sup>

---

151 KERN, 2007, p. 11.

152 “Reserves: All eyes turn to China’s foreign money mountain”. *Financial Times*, 27/9/2010. Disponível em <www.ft.com> (acesso em 4/1/2011).

153 Ver SETSER, 2008, pp. 15-16.

Além de provocar instabilidade, eventual reorientação para resultados de curto prazo teria consequências negativas para as relações dos Estados de origem dos investidores soberanos com seus parceiros. Cabe indagar qual seria a reação de um Estado receptor desses capitais ao tomar conhecimento de que fundo pertencente a um país aliado e amigo decidiu aproveitar-se de uma oportunidade de ganho especulativo, apostando, por exemplo, na desvalorização de sua moeda nacional, causando turbulência na economia interna e induzindo postura igualmente especulativa por parte de atores econômicos privados.<sup>154</sup>

O tema da transparência será discutido em maior profundidade em Capítulo posterior. Tratou-se, aqui, apenas de abordar a tangência desse tema com a discussão do papel dos investidores soberanos na preservação ou ruptura da estabilidade financeira. Em sua postura cautelosa com respeito a compromissos de transparência que restrinjam sua liberdade de alocação de recursos, os investidores soberanos encontram alguma justificação no fato de que as instituições financeiras privadas dos países desenvolvidos tampouco são modelos de transparência em suas políticas de investimentos, não raro servindo-se de sua posição privilegiada no mercado em termos de acesso à informação para obter vantagens em transações especulativas.

Os investidores soberanos alegam, ainda, que um excesso de transparência poderia ser danoso no tocante às decisões alocativas sobre um grande volume de recursos, sobre as quais, pelo bem da estabilidade do sistema, conviria a manutenção de sigilo.<sup>155</sup> Um investidor soberano que possivelmente oferece solução intermediária satisfatória é o GPFG da Noruega. As suas regras de operação combinam segredo da *transação* com transparência da *política*. Trata-se do único fundo a dispor de uma política pública de “desinvestimento”, voltada expli-

---

154 Summers fez essa indagação no Fórum Econômico Mundial de 2008, supondo que um investidor soberano poderia assumir posição no mercado análoga ao do fundo de *hedge* de George Soros, que em 1992 deslançou bem sucedido ataque especulativo contra a libra esterlina (DAVOS, 2008).

155 O'NEILL, 2007, pp. 4-6.

tamente para evitar que suas transações provoquem instabilidade no mercado ou mesmo na cotação de um determinado ativo.

O processo estabelecido no caso do fundo norueguês prevê que o desinvestimento ocorra nem sempre por conveniência financeira, podendo tal decisão ser fundamentada em preocupações com a proteção dos direitos humanos ou com o desempenho ambiental de determinada empresa. O importante é ressaltar que a operação é intencionalmente desenhada para evitar qualquer choque no mercado, inclusive para minimizar perdas para o próprio fundo, decorrentes da decisão de venda. As precauções adotadas pelo fundo norueguês incluem baixa concentração do investimento original em ativos ou ações específicos, prazo dilatado para concluir a venda, a realização gradual de transações de baixo valor e a manutenção de sigilo absoluto até a exclusão completa do ativo do portfólio do fundo.<sup>156</sup>

### 3.3. Investidores soberanos e desequilíbrios globais

As principais motivações macroeconômicas por trás da acumulação de reservas e da eventual criação de investidores soberanos por países superavitários na conta corrente do balanço de pagamentos foram expostas no Capítulo 1. O objetivo da presente seção é retomar aquela discussão para abordar o reflexo desses fluxos de capitais, não sobre os mercados de capitais, tema abordado no item anterior, mas sobre as condições macroeconômicas globais, os desajustes internos em alguns países e o regime monetário internacional.

Os investidores soberanos integram esse debate na medida em que, não obstante representem *políticas de investimentos diferentes* da gestão das reservas internacionais, podem gerar *efeitos macroeconômicos semelhantes*, por consistir sua atuação em exportação de capitais

---

<sup>156</sup> BECK e FIDORA, 2008, pp. 21, 23.

para outros países, com consequências para a taxa de câmbio e o comércio internacional.<sup>157</sup> A questão, no caso dos investidores soberanos, é definir se eles têm ao menos o potencial para aliviar os desequilíbrios globais, o que poderia decorrer de sua missão de maximizar o retorno sobre o investimento, ou se, como agentes governamentais a serviço de políticas públicas, é provável que continuem a contribuir para o agravamento daqueles desequilíbrios, assim como as reservas internacionais aplicadas majoritariamente em ativos em dólar.

Os desequilíbrios globais resultam de assimetrias significativas entre os balanços de transações correntes de países superavitários e deficitários, que ultrapassam limites considerados razoáveis pela teoria econômica e pela experiência histórica de crises no balanço de pagamentos.<sup>158</sup> Pelo princípio da identidade contábil, os déficits em conta corrente são financiados pelo ingresso líquido de capitais estrangeiros de igual valor – não somente investimento estrangeiro direto, mas também capitais de portfólio e empréstimos.<sup>159</sup> O impulso para reequilibrar a economia mundial tem raiz na constatação de que a atração de investimentos para financiar déficits excessivos em conta corrente costuma criar situações de dependência em relação a capitais de curto prazo, prejudiciais à estabilidade da economia.

Os investidores soberanos poderiam contribuir para atenuar as assimetrias nos balanços de pagamentos entre países superavitários e deficitários, caso efetivamente buscassem máximo retorno financeiro ajustado ao risco sobre seus investimentos, por meio do emprego de modelos correntes de alocação de portfólio (*standard portfolio theory*). Nesse caso, os investidores soberanos, assim como agentes privados do mercado, tenderiam a diversificar suas alocações de recursos em favor de ativos denominados em moedas de outros países emergentes,

---

157 GIEVE, 2008, p.1.

158 É mencionada, no Capítulo 5, proposta do secretário do Tesouro dos EUA, Tim Geithner, em reunião dos Ministros das Finanças do G20, na Coreia do Sul (outubro de 2010), no sentido de limitar os déficits e superávits de países individuais a 4% do PIB.

159 KRUGMAN e OBSTFELD, pp. 327-328.

provocando a sua valorização, em lugar de mantê-las concentradas, como atualmente acontece, em ativos denominados nas principais moedas de reserva (redução do “*major currencies bias*”).<sup>160</sup> Cabe reproduzir, a respeito, a seguinte passagem de autoria de Roland Beck e Michael Fidora, do Banco Central Europeu (BCE):

If Sovereign Wealth Funds (SWFs) behave as CAPM-type [Capital Asset Pricing Model] investors and thus allocate foreign assets according to market capitalisation rather than liquidity considerations, official portfolios reduce their “bias” towards the major reserve currencies. (...) SWFs could contribute to an unwinding of global imbalances through a diversification out of U.S. dollar denominated government bonds in which the bulk of traditional reserves is invested.<sup>161</sup>

Beck e Fidora reconhecem, no entanto, que uma diversificação de ativos pelos investidores soberanos, tal como recomendada pelos modelos, não coincide necessariamente com a realidade dos objetivos de política econômica dos governos de seus países de origem, o que poderá atrasar ou inviabilizar o processo de diversificação, na medida em que as prioridades governamentais prevaleçam sobre a ótica focada puramente no retorno financeiro.<sup>162</sup>

Os autores acrescentam que uma retirada de recursos do mercado norte-americano de títulos públicos, por exemplo, não significaria, necessariamente, uma fuga de capitais de ativos localizados nos EUA, podendo ser parcialmente compensada por novas aplicações no mercado de renda variável (ações) daquele país.<sup>163</sup> Em estudo sobre os padrões de investimento e desempenho dos investidores soberanos, Bortolotti e outros apuram que os investidores soberanos tendem a

---

160 O dólar ainda responde por 62% do conjunto de reservas internacionais (fonte: FMI, *Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*, quarto trimestre de 2011).

161 BECK e FIDORA, 2008, pp. 4-5. Os autores também antecipam, como consequência dos modelos, maior participação de ativos em *iene* do Japão no portfólio dos fundos. Ver também EL-ERIAN, 2008, pp. 131-132.

162 BECK e FIDORA, 2008, p. 5.

163 *Ibidem*, pp. 14-15.



investir em companhias grandes e lucrativas sediadas em países da OCDE. Os autores confirmam que os EUA permanecem como o destino mais “popular” para essa categoria de investidores, concentrando 53,1% do número de transações realizadas por investidores soberanos entre 1985 e 2009, assim como 32,1% do valor nelas investido.<sup>164</sup>

A possibilidade de os investidores soberanos atuarem como forças de diminuição dos desequilíbrios globais é limitada, portanto, pelo seu caráter de agentes estatais que buscam o maior retorno possível sobre seus investimentos nos limites das políticas governamentais. Esses investidores não têm capacidade para, de forma autônoma, corrigir os desequilíbrios, dependendo, para isso, de mudanças de política econômica nos Estados que os controlam. A diversificação na alocação de ativos decorrente da aplicação de modelos financeiros tampouco parece garantir, por si, uma redução dos desequilíbrios, uma vez que estes podem ser tão somente transferidos para outros países deficitários dispostos a receber influxo adicional de capitais dos investidores soberanos e com maior tolerância à valorização de suas moedas nacionais e a déficits crescentes no balanço de transações correntes.

Desse ponto de vista, os investidores soberanos, criados para desempenhar funções de estabilização e aumento da competitividade de suas economias de origem, se tornaram de certa forma dependentes do impasse na correção dos desequilíbrios globais para sua expansão e crescente influência nas finanças internacionais. Ao mesmo tempo em que representam, em sua maioria, subprodutos dos desequilíbrios, esses investidores podem ser em parte apontados como causas de seu prolongamento inercial, servindo de incentivo para que os Estados acumulem divisas em moeda estrangeira em quantidade muito superior à necessária para a finalidade de prevenção de crises ou mesmo para a manutenção da taxa de câmbio num nível compatível com a promoção da competitividade exportadora. Encontra-se abaixo a reflexão

---

164 BORTOLOTTI *et al.*, 2010, p. 18.

de Dionísio Carneiro e Mônica de Bolle sobre a tensão entre objetivos a princípio benignos e distorções que se vêm acumulando ao longo do tempo na atuação dos investidores soberanos:

Do ponto de vista macroeconômico, os FRS são mecanismos de gestão de reservas internacionais que permitem que superávits globais no balanço de pagamentos possam ocorrer até por períodos mais longos, sem causar valorização indesejada na moeda do país superavitário. (...) *Mas, ao mesmo tempo, constituem um elemento de perpetuação de desequilíbrios estruturais, ao limitar o efeito corretivo das taxas de câmbio.*<sup>165</sup>

A acumulação de reservas em moeda estrangeira e a exportação de capitais têm-se constituído como os principais instrumentos de sustentação em patamar baixo do valor relativo de moedas nacionais para estimular as exportações de bens e serviços dos países superavitários. Esses fluxos governamentais são conduzidos ora pelos bancos centrais, que tendem a investir em ativos mais seguros e líquidos, ora pelos investidores soberanos envolvidos na aquisição de ativos no exterior. Em alguma medida, são as exportações de capitais por parte de economias superavitárias, em particular a China, que têm dirigido a produção de vastos superávits comerciais, não o inverso.<sup>166</sup>

Reservas em moeda estrangeira controladas por bancos centrais e investidores soberanos não representam o único veículo de perpetuação dessa realidade. Países superavitários como Alemanha e Japão, que exportam capitais especialmente por meio de seus investidores privados, tampouco têm interesse numa redução fundamental desses desequilíbrios. A projeção de um volume cada vez maior de reservas em poder dos investidores soberanos e a ascensão geopolítica de alguns dos países detentores desses recursos permitem antever, no entanto, que virá deles a principal resistência a mudanças internas e

---

165 CARNEIRO e BOLLE, 2007, p. 10.

166 PETTIS, 2010a, 2010b; KRUGMAN, 2010a.

no regime financeiro internacional que facilitem um reequilíbrio da economia mundial.

### **3.3.1. Plano interno: dificuldades de ajuste nos modelos econômicos**

O papel dos investidores soberanos nos desequilíbrios macroeconômicos globais é função de um conjunto de políticas e constrangimentos internos tanto nos países deficitários quanto nos superavitários, cuja análise, não obstante seja acessória aos objetivos deste trabalho, guarda utilidade para a compreensão das dificuldades no encaminhamento internacional dos desequilíbrios.

A crise econômico-financeira de 2007-2009 evidenciou os problemas enfrentados por países tanto superavitários quanto deficitários para promover mudanças internas que permitam a redução ou reversão de seus desequilíbrios. Isso pode ser atribuído ao fato de que as medidas necessárias para enfrentar simultaneamente os problemas de curto prazo – como a queda da produção, renda, consumo e investimento – não são necessariamente compatíveis com as ações requeridas para diminuir o déficit (ou superávit) numa magnitude importante no longo prazo. Para o fim de simplificar esta análise, tomam-se os casos do maior país deficitário e do maior superavitário, respectivamente EUA e China.

Os Estados Unidos foram o epicentro da crise econômico-financeira iniciada em 2007, que atingiu as modernas práticas financeiras de reciclagem dos capitais disponíveis ao redor do mundo, dispersão do risco de crédito, sobretudo o de origem imobiliária, pela via da “securitização” de dívidas e o desenvolvimento de complexos instrumentos de seguro contra desfalques no pagamento desses títulos. Uma síntese cogente das causas da crise, cujo detalhamento foge ao escopo deste trabalho, pode ser encontrada em depoimento do presidente da Reserva Federal dos EUA, Ben Bernanke, perante a Comissão de Inves-

tigação da Crise Financeira do Congresso dos EUA, do qual se destaca trecho referente ao papel dos fluxos de capitais na expansão excessiva do crédito no período pré-crise:

The high rate of foreign investment in the United States also likely played a role in the housing boom. For many years, the United States has run large trade deficits while some emerging-market economies, notably some Asian nations and some oil producers, have run large trade surpluses. Such a trade pattern is necessarily coupled with financial flows from the surplus to the deficit countries. International investment position statistics show that the excess savings of Asian nations have predominantly been put into U.S. government and agency debt and mortgage-backed securities (...).<sup>167</sup>

Pode-se dizer que a instabilidade financeira converteu-se em profunda recessão quando a deterioração do capital dos bancos, atingidos por sucessivas amortizações de créditos irrecuperáveis, somada às desconfiças sobre a exposição das instituições financeiras a ativos de baixa qualidade, paralisou o sistema de crédito do qual eram dependentes as famílias para o consumo e as empresas para o financiamento da produção e investimentos. Diante da ameaça de colapso econômico, o governo norte-americano viu-se sem alternativa exceto a prestação de socorro emergencial ao setor financeiro, o relaxamento dramático da política monetária, com taxas de juros próximas de zero e práticas heterodoxas, como o “afrouxamento quantitativo”,<sup>168</sup> e uma política fiscal expansionista para compensar a queda da demanda das famílias e do setor privado.

---

<sup>167</sup> BERNANKE, 2010, p. 10.

<sup>168</sup> O “afrouxamento quantitativo”, nos EUA, consiste na compra pelo banco central de títulos do Tesouro de médio e longo prazo e outras obrigações em poder do público, como títulos hipotecários, com a emissão de moeda “nova”. Trata-se de um último recurso de política monetária, acionado quando a taxa de juros básica da economia está próxima de zero. O objetivo da medida é aumentar as reservas bancárias e assim estimular o crédito e o investimento na economia (BLINDER, 2010). Desde o início de 2009 até o segundo semestre de 2010, o total anunciado no âmbito do programa foi de US\$ 2,3 trilhões, em duas fases (“Fresh Attack on Fed Move”. *Wall Street Journal*, 15/11/2010, em <www.wsj.com>, acesso em 15/11/2010).

As políticas acima enumeradas foram eficazes para deter a espiral descendente que se apoderara da economia norte-americana. Elas têm malogrado, no entanto, em solucionar os problemas que obrigaram a economia norte-americana a atrair capital estrangeiro na magnitude observada no período pré-crise. Como apontam alguns analistas, o que fez o governo dos EUA até o momento foi substituir endividamento privado por endividamento público,<sup>169</sup> com o efeito de sustentar a demanda agregada interna, mas sem eficácia contra os desequilíbrios. Segundo os críticos da política norte-americana de combate à crise, apenas uma agenda de investimentos de longo prazo (meio ambiente, novas indústrias, educação),<sup>170</sup> que aumente a capacidade de exportação dos EUA e imponha sacrifícios e mudanças no estilo de vida da sociedade norte-americana,<sup>171</sup> poderá promover o ajuste necessário à correção do vultoso déficit externo da economia norte-americana.

Um ajuste duradouro não será possível, contudo, sem que um conjunto de políticas complementares seja adotado nos países superavitários “poupadores”, em alusão à expressão *savings glut* cunhada pelo próprio Bernanke antes de assumir o Fed, em 2005.<sup>172</sup> O principal país superavitário, também detentor do maior montante de reservas internacionais, é a China. Toma-se, abaixo, o exemplo das medidas de combate à crise adotadas em 2008 pela China, que sem dúvida contribuíram para conter a desaceleração econômica no próprio país asiático e em algumas partes do mundo, mas pouco realizaram em termos de reequilíbrio da economia mundial.

Há controvérsias sobre a direção dos gastos – cerca de US\$ 586 bilhões em dois anos (2008-2009), um montante substancial em proporção ao PIB chinês de cerca de US\$ 5 trilhões ao final de 2009 –<sup>173</sup> se

---

169 WOLF, 2010.

170 SACHS, 2010.

171 ROACH, 2010.

172 BERNANKE, 2005.

173 “China Sets Big Stimulus Plan in Bid to Jump-Start Growth”. *WSJ*, 10/11/2008. Disponível em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 5/1/2011).

voltados majoritariamente ao investimento, e, portanto, ao incremento da capacidade produtiva e exportadora, ou ao consumo, como seria necessário para aumentar as importações chinesas e assim aliviar de forma mais eficaz os desequilíbrios. É preciso notar que despesas de investimento podem implicar aumento das importações, em benefício de países como o Brasil, exportadores de matérias-primas necessárias para grandes empreendimentos de infraestrutura (minério de ferro para a siderurgia, por exemplo). Na discussão corrente dos desequilíbrios globais, tem prevalecido, contudo, o ponto de vista dos países desenvolvidos de que o importante é estimular o aumento do consumo de bens e serviços importados pelas famílias e indivíduos chineses.

Michael Pettis<sup>174</sup> avalia que boa parte dos gastos anticíclicos chineses foi alocada para investimentos, ou seja, para o aumento da capacidade produtiva, e, quando se destinaram ao aumento do consumo, não foram acompanhados por medidas que garantissem a sustentabilidade de sua expansão. Para o professor norte-americano da Universidade de Pequim, o aumento do consumo nos últimos dois anos não foi relevante como proporção do PIB e foi fruto de subsídios – à compra de automóveis, por exemplo – que têm prazo limitado de validade. Uma vez expirados os subsídios, e com a economia mundial estabilizada, o consumo como proporção do PIB será mantido num patamar excessivamente baixo para promover qualquer reequilíbrio global.

Para Pettis, a debilidade do consumo na China deve ser atribuída ao modelo econômico que transfere renda dos indivíduos e famílias para o setor produtivo. Um dos instrumentos empregados pelo governo chinês para atingir tal resultado seria a “repressão financeira”, que não significa aperto monetário no sentido de altas taxas de juros, mas consiste, ao contrário, em fixar os juros em níveis artificialmente baixos, o que ajuda a manter a moeda nacional desvalorizada e diminui

---

174 PETTIS, 2010c.

a remuneração das famílias, cuja poupança é conservada majoritariamente em depósitos bancários.<sup>175</sup>

Calcula Pettis que o consumo chinês teria de crescer a uma taxa excessivamente ambiciosa para que alcançasse uma proporção do PIB semelhante à encontrada em outros países, o que exigiria maciça transferência de renda dos produtores para as famílias e indivíduos, via valorização cambial e descompressão financeira. Essa alternativa, no entanto, deflagraria intensa resistência política por parte das empresas e agentes estatais, administradores de parte substancial do setor produtivo chinês.

Outra opção mencionada por Pettis seria reduzir o ritmo de crescimento chinês, o que faria o consumo convergir com mais facilidade para um patamar mais “normal” como percentual do PIB, como teria acontecido com o Japão desde o estouro de sua “bolha” no início dos anos 1990. O obstáculo a essa alternativa é que as necessidades de crescimento da China, em função do tamanho da população e da ainda incompleta transição para uma sociedade majoritariamente urbana, são reconhecidamente maiores do que as enfrentadas por uma economia madura como a japonesa nas últimas duas décadas.

O risco mais agudo no momento, do ponto de vista do sistema internacional, é que os EUA decidam precipitar o ajuste do déficit norte-americano em conta corrente pela via do protecionismo comercial. O Congresso norte-americano tem sido cada vez mais incisivo na cobrança de respostas comerciais à política cambial da China.<sup>176</sup>

Paul Krugman figura entre os mais notórios defensores de postura unilateralista do Congresso e governo norte-americanos para forçar a China a avançar na flexibilização de sua política cambial.

---

175 O banco central da China (*People's Bank of China* – PBC, na sigla em inglês) elevou, todavia, as taxas de juros sobre depósitos e empréstimos no dia 26 de dezembro, no que se espera seja o início de uma política de maiores taxas de juros no país (fonte: PBC, nota à imprensa de 30/12/2010, em <[www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)>, acesso em 5/1/2011).

176 A Câmara dos Representantes dos EUA aprovou, em setembro de 2010, o *Currency Reform for Fair Trade Act* (H.R. 2378), que permite a imposição de medidas compensatórias ou direitos antidumping a produtos estrangeiros que ingressem no mercado norte-americano a preços excessivamente baixos, favorecidos por suposta manipulação cambial. A entrada em vigor do texto depende de aprovação também pelo Senado dos EUA (EUA, 2010a).

O atual momento histórico, para Krugman, favorece o mercantilismo. O economista reconhece os ganhos absolutos resultantes da abertura comercial, mas confere maior importância à distribuição relativa dos ganhos. Assim, num sistema internacional em que alguns países adotam o câmbio flexível e outros manipulam o valor de sua moeda, a maior parcela dos benefícios do comércio internacional flui para estes últimos. Uma “guerra” comercial, em contrapartida, tenderia a prejudicar de forma mais severa o país superavitário (China), mais dependente das exportações, do que o país deficitário (EUA).<sup>177</sup>

Em reação ao ressurgimento de ameaças protecionistas em Washington, Pequim costuma recordar sutilmente o seu papel crucial no financiamento dos déficits fiscal e em conta corrente dos EUA e indicar interesse na diversificação de suas reservas em moeda estrangeira.<sup>178</sup> Assim como medidas protecionistas radicais dificilmente serão adotadas nos EUA, em razão dos prejuízos aos importadores norte-americanos e investidores no mercado chinês, além do aumento do custo de vida para os consumidores norte-americanos, não estão presentes as condições econômicas e políticas para uma mudança repentina da composição das reservas chinesas.

Novamente Pettis observa, e aqui se introduz o tema da próxima subseção, que os superávits em conta corrente, ao serem reciclados com a compra de ativos estrangeiros, provocam valorização das moedas nacionais nas quais esses ativos são denominados. Se os chineses passassem a aumentar sua compra de ativos em moedas alternativas ao dólar, parte do vultoso déficit em conta corrente dos EUA seria “transferido” para outras economias. Avalia Pettis que dificilmente esse resultado seria palatável, por exemplo, para os países europeus, sobretudo no contexto atual de ajuste recessivo em vários países da zona do euro, ainda que significasse maior importância do euro como

---

177 KRUGMAN, 2010b. Para visão diferente, ver MANKIW, 2009.

178 A vice Primeira Ministra Wu Yi recomendou aos EUA que “tivessem em mente interesses mais amplos e preservassem uma perspectiva de longo prazo”, em comentário sobre tensões comerciais com os EUA, em 2007 (“China warns against politicised trade ties”. *FT*, 25/5/2007, em <www.ft.com>, acesso em 5/1/2011).



moeda de reserva internacional.<sup>179</sup> Desse modo, a China provavelmente buscará manter-se, por interesse próprio, na função de maior financiador externo da dívida norte-americana, de modo a prolongar ao máximo o papel dos EUA como “consumidor mundial de última instância”.

### 3.3.2. Plano internacional: desafios à posição do dólar e os investidores soberanos

Alguns autores observam que a exportação de capitais pelos países asiáticos e grandes produtores de petróleo e sua absorção, sobretudo pelos EUA, constitui um informal, porém autêntico regime monetário internacional,<sup>180</sup> que recebeu o apelido de “Bretton Woods II” (BW II). A expressão alude à semelhança entre esse regime e o modelo original adotado no final da Segunda Guerra Mundial, em que os EUA fixavam o valor do dólar em ouro e os demais países mantinham a paridade em relação ao dólar.<sup>181</sup> A crise financeira de 2007-2009, para a qual contribuíram os desequilíbrios globais, sublinhou o caráter instável desse arranjo, com sérias consequências para a posição internacional do dólar e para a governança econômica e financeira internacional. Nesta subseção, a questão do regime financeiro internacional será inicialmente abordada em tese, para depois ser estabelecida relação com a temática específica dos investidores soberanos, cujo crescimento, mais do que sua existência, poderá ser afetado por eventual declínio da atual ordem monetária internacional.

O principal desafio à sobrevivência de BW II é a crescente percepção nos EUA de que os interesses de deficitários e superavitários

---

179 PETTIS, 2009, 2010d.

180 Stephen Krasner define regimes como “principles, norms, rules, and decision-making procedures around which actor expectations converge in a given issue-area”, o que é compatível com a ideia de um arranjo como BW II (KRASNER, 1982, p. 1).

181 GARCIA, 2006. Garcia atribui a autoria da expressão a Michael Dooley, Peter Garber e David Folkerts-Landau, economistas do Deutsche Bank.

no sistema são complementares, porém assimétricos, sendo essa relação de interdependência mais vantajosa, com o passar do tempo, para o exportador do que para o importador de capitais.<sup>182</sup> O “privilegio exorbitante”<sup>183</sup> desfrutado pelos EUA em função do papel do dólar como moeda de reserva, que significa a possibilidade de manter desequilíbrios macroeconômicos por tempo prolongado, bem como um envolvimento político e militar no mundo financiado em condições favoráveis por capitais externos, não permite aos EUA um endividamento sem custos.

Em momentos de crise econômica ou geopolítica, os EUA se beneficiam da chamada “fuga para a qualidade” pelos investidores, que se protegem das flutuações em economias menos estáveis com a aquisição de ativos em dólar. Há uma diferença, no entanto, entre dispor de fácil acesso ao financiamento externo, quando necessário, e a dependência do capital estrangeiro. Neste último caso, o financiamento externo não seria um ativo estratégico, mas uma fonte de vulnerabilidade externa, que aumenta progressivamente o poder de barganha dos credores externos em relação aos EUA, não se podendo garantir que os detentores de ativos em dólares atuarão para sempre de forma procrastinadora, evitando desfazer-se de seus ativos para não precipitar uma queda no valor de seu portfólio.<sup>184</sup>

Imperativos econômicos e estratégicos poderão levar os EUA a buscar redução decisiva de sua vulnerabilidade, em lugar de apenas administrá-la.<sup>185</sup> Para isso, abandonariam unilateralmente o seu papel de “consumidor mundial de última instância” (controlando inclusive sua demanda por energia e combustíveis fósseis), preferindo tornar-se um país “normal”, mais voltado para o fortalecimento da indús-

---

182 SETSER, 2008, p. 5.

183 Embora cunhada por Valéry Giscard d'Estaing, Ministro das Finanças de Charles de Gaulle, ainda durante a vigência do regime de Bretton Woods, a expressão não caiu em desuso para expressar as vantagens para os EUA como emissor da principal moeda de reserva internacional (ver ROUBINI e MIHM, 2010, p. 251).

184 SETSER, 2008, p. 20-21, 30.

185 *Ibidem*, p. 38.

tria e das exportações. É muito improvável lograr essa transição sem destituir o dólar da posição de moeda de reserva e unidade de conta internacional. Isto porque a passagem de uma economia mais baseada na produção do que no consumo certamente passaria por uma significativa desvalorização da moeda norte-americana,<sup>186</sup> que potencialmente – não necessariamente – diminuiria sua atratividade como moeda internacional de referência para os investidores e o comércio internacional. Antes de prosseguir, convém guardar a nota de cautela de Eric Helleiner e Jonathan Kirshner a respeito da relação entre o valor do dólar e seu papel como moeda de reserva internacional:

It is also important not to confuse the value (or exchange rate) of the dollar with the extent of its international role. Predictions of the imminent erosion of the dollar's international position have invariably coincided with periods of dollar depreciation. Today's situation is no different. Past experience reminds us that the dollar's global role rests on broader foundations than its value at any given moment.<sup>187</sup>

Feita a ressalva, qualquer diminuição da função do dólar, que implicaria transição da hegemonia para a multipolaridade no sistema monetário, traria riscos para a economia mundial, assim como consequências distributivas para os Estados no sistema internacional.<sup>188</sup>

Adeptos da “teoria da estabilidade hegemônica” tendem a associar a retração do papel do dólar ao declínio dos EUA, bem como a um provável colapso da ordem econômica internacional liberal do pós-guerra, invocando o exemplo da anarquia monetária e comercial dos anos 20 e 30 que resultou na Grande Depressão.<sup>189</sup>

---

186 John Williamson (*apud* Krugman, 2009) chama de “doutrina da imaculada transferência” (*doctrine of the immaculate transfer*) a falácia segundo a qual é possível solucionar o problema do déficit em transações correntes com a redução pura e simples do consumo, sem desvalorização cambial. Williamson e Krugman afirmam que medidas de redução do consumo, como aumento da taxa de juros ou dos impostos, afetariam também a demanda por bens produzidos internamente, induzindo recessão doméstica. A desvalorização cambial, afirmam os autores, afetaria em particular as importações, beneficiando a produção nacional.

187 HELLEINER e KIRSHNER, 2009, p. 2.

188 *Ibidem*, pp. 4-5

189 GILPIN, 2001, pp. 256-257.

Economistas como o Prêmio Nobel Joseph Stiglitz, assim como Fred Bergsten, do *Peterson Institute for International Economics* (PIIE), consideram bem-vinda, não obstante prováveis fricções de curto prazo, eventual transição para um regime “multimonetário” e não hegemônico, com a perda da supremacia do dólar no sistema financeiro internacional, que representaria um fardo para a economia norte-americana e um limite à elevação do padrão de vida em outras economias.

Para Stiglitz,<sup>190</sup> que presidiu a Comissão de Especialistas das Nações Unidas sobre Reformas dos Sistemas Financeiro e Monetário Internacionais, cujo relatório foi publicado em setembro de 2009,<sup>191</sup> a supremacia do dólar é incentivo perverso para as políticas de exportação de capitais e administração das taxas de câmbio escolhidas pelos países superavitários. Além disso, recorda Stiglitz que existe uma demanda por dólares por parte de outros países deficitários, desenvolvidos ou em desenvolvimento, que mantêm reservas internacionais denominadas na moeda norte-americana para usá-las em caso de dificuldades no balanço de pagamentos, o que contribui para sustentar o valor do dólar a despeito dos déficits fiscal e externo da economia norte-americana.

Stiglitz acrescenta que um novo e mais estável sistema financeiro surgirá do deslocamento da hegemonia do dólar, o que seria benigno para o mundo e para os EUA, tanto em termos de crescimento, quanto de estabilidade. O atual sistema, completa o economista, tem apenas contribuído para o enfraquecimento da demanda mundial (sobretudo por produtos norte-americanos), além de estar na raiz da anômala inversão dos fluxos de capitais, que se dirige atualmente, em termos líquidos, dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos, com rendimento quase nulo, em função da taxa de juros próxima de

---

190 STIGLITZ, 2009.

191 NAÇÕES UNIDAS, 2009 (*Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*).

zero oferecida nos EUA (no caso dos investimentos em títulos públicos). É reproduzida, abaixo, a reflexão de Stiglitz, no texto citado:

For decades, other nations have held dollars in their central bank reserves, seeking to give confidence to their country and currency. But in a globalized economy, why should the entire financial system depend on the vagaries of what happens in America? The current system is not only bad for the world, it is bad for the United States, too. In effect, as other countries hold more dollar reserves, we are exporting T-bills rather than automobiles, and exporting T-bills doesn't create jobs.

Bergsten considera igualmente possível a evolução para um sistema monetário multipolar, o que implicaria repartição mais equitativa da função de reserva de valor entre o dólar e o euro, que já rivaliza com a moeda norte-americana não só na composição das reservas internacionais de alguns países, mas também como unidade de conta na colocação de títulos privados no mercado. A moeda chinesa também teria uma posição importante nessa arquitetura, acredita Bergsten, desde que a China torne mais flexíveis suas regras de controle do capital, tornando sua moeda mais conversível. Em outras palavras, investidores estrangeiros ainda teriam acesso limitado a instrumentos financeiros denominados na moeda chinesa, o que dificulta sua elevação ao posto de reserva de valor.<sup>192</sup>

Cabe analisar, em seguida, a relação desse debate com o tema dos investidores soberanos. Qualquer reforma do sistema monetário que leve a uma desvalorização do dólar e à perda de seu status como reserva de valor não fará desaparecer os investidores soberanos ou os cerca de US\$ 4 trilhões em seu poder. Em tese, esses fundos, além do crescimento orgânico propiciado pelos rendimentos sobre o capital investido no exterior,<sup>193</sup> poderiam continuar a ser financiados pelos

192 BERGSTEN, 2009. O conceito de conversibilidade se refere ao "grau de facilidade de converter uma determinada moeda nacional em bens e serviços estrangeiros ou em outra moeda" (ARRAES, 1994, pp. 5-6).

193 HILDEBRAND, 2007, pp. 5-6. Seu texto destaca "o poder dos juros compostos" como fator de crescimento dos investidores soberanos.

governos, inclusive pela via do endividamento público, ainda que a um ritmo mais lento do que o observado no presente. A situação é mais clara no caso dos investidores soberanos baseados na receita da exportação de *commodities* como o petróleo, renda que continuará a ser extraída independentemente do regime monetário internacional, bem como poupada em preparação para um futuro de esgotamento dessa riqueza finita, sobretudo se forem mantidos.

Confrontados, no entanto, com dificuldades cada vez maiores para exportar capitais ao exterior, seja pela imposição de obstáculos protecionistas nos países receptores, seja em função de um novo regime monetário no plano internacional, os investidores soberanos poderão crescer a um ritmo menos vertiginoso ou mesmo redirecionar suas prioridades para o fortalecimento do mercado interno.<sup>194</sup> Eventual transição nesse sentido deverá ser efetuada lentamente, de modo a evitar o extremo oposto da sobrevalorização cambial, bem como a alocação ineficiente de recursos subitamente abundantes em suas economias de origem.

### 3.4. Considerações finais

O presente Capítulo é dedicado à análise da contribuição dos investidores soberanos para a estabilidade ou instabilidade da economia global, seja pelo seu comportamento nos mercados de capitais em que atuam, seja pelo seu papel nos fluxos de capitais entre os países. A conclusão é que os investidores soberanos apresentam potencial de auxiliar na estabilização das condições macroeconômicas globais, como investidores de longo prazo que, se buscarem o máximo de retorno sobre seus investimentos, tenderão a diversificar a distribuição dos fluxos internacionais de capitais.

---

194 COHEN e DeLONG, 2010, p. 5.

Tal potencial, contudo, ainda não se realiza plenamente na prática, o que depende essencialmente das prioridades e políticas públicas de seus Estados controladores, derivadas de seus modelos de desenvolvimento econômico.

No Capítulo 4, são expostas as reações dos Estados receptores, sobretudo na dimensão normativa, aos desafios apresentados pelos investidores soberanos a seus interesses e valores político-estratégicos. As discussões oficiais no plano internacional sobre as questões econômicas e políticas atinentes aos investidores soberanos são tratadas no Capítulo 5.





## Capítulo 4

# Reações legais e regulatórias nos Estados receptores

### **4.1. Considerações iniciais: a política da reação nos Estados receptores desenvolvidos**

As reações legais, regulatórias e políticas à ascensão dos investidores soberanos como atores centrais do sistema financeiro contemporâneo têm como motivadores principais, nos países receptores de seus investimentos, a preocupação em preservar sob domínio nacional ativos considerados essenciais à segurança estratégica e econômica e o desafio supostamente representado pelos investidores soberanos aos fundamentos liberais da organização social e econômica.

No plano internacional, os riscos político-estratégicos e econômicos apresentados pelos investidores soberanos têm sido preferencialmente abordados de forma não vinculante. Na órbita interna dos Estados, normas existentes sobre o investimento estrangeiro são combinadas com novos enfoques e processos para lidar com a realidade da crescente importância dos investidores soberanos.

Os instrumentos e conceitos protetores dos interesses estratégicos dos países serão discutidos de modo detalhado nas próximas seções deste Capítulo. Nestas considerações iniciais, aborda-se a preocupação nos

Estados receptores desenvolvidos com o desafio dos investidores soberanos ao domínio de sua ordem econômica liberal, naquilo que Cohen e DeLong chamam de transferência de poder e redistribuição de riqueza para governos “pouco confiáveis e imprevisíveis”<sup>195</sup> ou, na formulação mais branda de Truman, “países menos ancorados nos costumes econômicos, financeiros e políticos” dos países ocidentais desenvolvidos.<sup>196</sup>

Verifica-se um “desencanto” nos EUA e em outros países industrializados de economia madura com a globalização, vista como processo cada vez mais desequilibrado em favor dos interesses de países como a China e outros que acumularam vastas reservas internacionais e criaram seus investidores soberanos.<sup>197</sup> Antes um “sonho liberal”,<sup>198</sup> que incluía a progressiva erosão do papel econômico dos Estados nacionais em face do maior dinamismo da iniciativa privada, a globalização revelou-se um fenômeno neutro do ponto de vista ideológico, servindo de veículo para o fortalecimento não só de indivíduos e mercados, mas paralelamente também do poder e da capacidade de projeção dos Estados.<sup>199</sup> Na defensiva durante a maior parte dos anos 1990, sobretudo no mundo em desenvolvimento, os Estados aprenderam a utilizar a “infraestrutura” da globalização para incrementar seus próprios mecanismos de participação na atividade econômica, seja na condição de reguladores, seja como produtores ou agentes financeiros com interesses e agenda próprios.

Essa infraestrutura da globalização não designa apenas o desenvolvimento das tecnologias da informação e das comunicações, que se acelerou de modo substancial nas últimas três décadas; trata-se também do arcabouço normativo que permite a circulação de bens, serviços e capitais ao redor do mundo, como as regras da OMC e, de especial importância para o tema deste trabalho, a redução progressiva,

---

195 COHEN e DeLONG, 2010, p. 87.

196 TRUMAN, 2010, p. 2.

197 *Ibidem*, p. 2.

198 COHEN e DeLONG, 2010, p. 15.

199 No lado negativo, tanto para liberais quanto para correntes favoráveis a maior papel do Estado na economia, Moises Naím aponta a difusão da criminalidade transnacional nas plataformas tecnológicas e econômicas da globalização (NAÍM, 2006).

quando não a eliminação completa, dos controles sobre os movimentos de capitais, adotada pelas principais economias desenvolvidas e apoiada em sua expansão internacional pelo chamado complexo “Wall Street – Tesouro”, com maior ênfase a partir do final dos anos 1980.<sup>200</sup>

Os EUA, a principal economia capitalista e maior receptor de investimentos estrangeiros do mundo, é ao mesmo tempo alvo preferencial dos investidores soberanos e o país em que o ingresso desse tipo de capital tende a provocar maior aversão, em função da base ideológica e cultural de sua organização econômica. O senador norte-americano James Webb expressou, em audiência no Congresso norte-americano, em 2007, sua preocupação com o uso da globalização como plataforma para uma espécie de “capitalismo de Estado”, representado pela atuação cada vez mais desenvolvida dos investidores soberanos no plano internacional. O senador Evan Bayh apontou, na mesma ocasião, o empenho do governo norte-americano, nas últimas décadas, na desregulamentação e redução da intervenção estatal na economia, apenas para vê-la em processo de reestatização por investidores soberanos estrangeiros.<sup>201</sup>

Na União Europeia, também há preocupação com o tema dos investidores soberanos. Peter Mandelson, quando Comissário Europeu para o Comércio, defendeu maior supervisão e regras de transparência para essas entidades, por meio da divulgação integral dos ativos em seu poder, e reciprocidade dos Estados que as patrocinam na questão de acesso a mercados, uma vez que países como a China ainda imporiam restrições ao ingresso e à atuação de investidores estrangeiros em seu território. Para Mandelson, seria equivocada, contudo, estimular uma percepção pública negativa em relação aos investimentos estrangeiros, ainda que de origem

---

200 GILPIN, 2000, p. 135. Rawi Abdelal afirma que os países da União Europeia foram mais ativos do que os EUA na promoção da liberalização das regras sobre entrada e saída de capitais nos foros internacionais, como forma de harmonizar a normativa vigente em outros países com regras de liberalização financeira e de serviços adotadas dentro do espaço comunitário. Os EUA, por sua vez, teriam um interesse menos sistemático no tema, preferindo obter vantagens de acesso para seus investimentos em negociações bilaterais (ABDELAL, 2007).

201 EUA, 2007b. Ver também telegrama nº 2.912, parágrafo 4º, expedido pela Embaixada em Washington em 19/12/2007. Beck e Fidora, na linha dos políticos citados, sintetizam parte da reação aos investidores soberanos como resultado de um receio de “reversão das privatizações”, que constituíram parte importante da política econômica de vários países desde os anos 1990 (BECK e FIDORA, 2008, p. 5).

estatal, uma vez que os EUA e a UE permanecem como os principais investidores na economia mundial e teriam muito a perder no caso de um recrudescimento do protecionismo financeiro em escala global.<sup>202</sup>

O Reino Unido se singulariza dentro da UE pela maior receptividade aos investidores soberanos, postura que se insere no esforço do governo britânico em preservar a atratividade de Londres como centro financeiro internacional. Vários fundos soberanos importantes, como aqueles mantidos por Kuaite, Abu Dhabi e Cingapura, mantêm escritórios na capital britânica, que constitui também o principal centro de operações para o fundo soberano norueguês.<sup>203</sup> A especialização de Londres na intermediação financeira talvez supere a importância do Reino Unido como destino final promissor para investimentos soberanos, o que provavelmente explica o menor grau de preocupação com o tema por parte do governo daquele país.

Na seção a seguir, serão expostos os diferentes enfoques regulatórios de países receptores de investimentos soberanos, superavitários e deficitários, que visam aumentar o controle e o conhecimento das transações efetuadas por investidores soberanos em seus territórios. O caso brasileiro será analisado em Capítulo à parte.

## 4.2. Tipos de enfoques legais e regulatórios<sup>204</sup>

Existem diferentes modelos nacionais de avaliação e controle do investimento estrangeiro, a maioria desenhada antes de o tema dos investidores soberanos adquirir a notoriedade e a importância sistêmica

---

202 Telegrama n° 2.526, expedido pela Embaixada em Washington em 9/11/2007.

203 Telegramas n°s 442, parágrafo 9°, e 497, expedidos pela Embaixada em Londres, respectivamente em 28/4/2008 e 8/5/2008.

204 Sem prejuízo da citação de passagens específicas, a presente seção beneficia-se extensamente de quadros comparativos contidos em Kern (2007, pp. 12-13), bem como dos relatórios *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies: Report by the OECD Investment Committee* (OCDE, 2008a) e *Identification of Foreign Investors: a Fact-Finding Survey of Investment Review Procedures* (OCDE, 2010). As discussões intergovernamentais da OCDE, contudo, serão abordadas apenas no Capítulo 5.

dos últimos anos. Como regra geral, as legislações nacionais não têm como foco único o ingresso de capitais promovido por investidores soberanos, abrangendo também e sobretudo os investimentos privados, sendo que algumas incorporaram presunções e critérios especiais à legislação geral para contemplar a emergência desses atores estatais.

No exercício de avaliação de políticas de seus países participantes (membros e não membros da organização), o Secretariado da OCDE, a pedido do Comitê de Investimentos da organização, verificou que os mecanismos de proteção da segurança nacional dos países buscam evitar simultaneamente uma grande variedade de riscos à segurança nacional, como ataques por Estados estrangeiros, atentados terroristas, desastres naturais, pandemias e infiltração pelo crime organizado. Na gestão desses riscos, predominam, segundo a OCDE, os seguintes três tipos de medida de investimento: proibição do investimento estrangeiro em setores particulares (*negative list approach*),<sup>205</sup> regras emanadas de autoridades reguladoras setoriais (telecomunicações e aviação civil, por exemplo) e procedimentos “transversais” de revisão.<sup>206</sup>

Dentro do universo de aproximadamente cinquenta países participantes da revisão da OCDE, onze estabeleceram processos “transversais” de revisão que analisam preocupações de segurança nacional. Esses países são Alemanha, Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Japão, México, Nova Zelândia e Rússia. Alguns países, como Bélgica, Hungria, Irlanda, Islândia, Itália e República Tcheca, não possuem em suas legislações, segundo o relatório, qualquer medida de investimento destinada a salvaguardar “a ordem pública e considerações essenciais de segurança”. Outros países, como Espanha e países nórdicos, restringem alguns segmentos da indústria de defesa, enquanto que o Egito limita o ingresso de investimentos no setor de defesa, bem como a entrada de material radioativo.<sup>207</sup>

---

205 A expressão entre parênteses seria de Alain Demarolle (2008, *apud* TRUMAN, 2010, p. 60).

206 OCDE, 2010, p. 6.

207 OCDE, 2010, p. 6. Truman menciona, em sentido contrário, que a Itália estabeleceu, em julho de 2008, um “Comitê

Apenas quatro países têm políticas explícitas dirigidas a investidores controlados por governos estrangeiros. Um país inclui o controle por governo estrangeiro como um critério de “teste de interesse público” nos exames de fusões e aquisições ao amparo de sua lei de defesa da concorrência. Dois outros mencionam o controle estatal estrangeiro apenas como um fator a ser considerado em seus processos de avaliação do investimento estrangeiro. A maioria das legislações e regulamentos é de amplo escopo, não identificando explicitamente a propriedade estatal estrangeira de um investidor como fator a ser considerado em seus processos de supervisão do investimento estrangeiro.<sup>208</sup>

A identificação apropriada do investidor estrangeiro é um dos principais desafios dos reguladores nacionais. Além de permitir uma compreensão mais aprofundada de sua natureza, intenções ou motivos, a identificação correta do investidor ajuda o Estado receptor a banir de modo mais ágil operações conduzidas por investidores indesejados.<sup>209</sup>

Um conceito útil apontado pela OCDE para as investigações de impacto sobre a segurança nacional, em particular na identificação de entidades controladas por Estados estrangeiros, é o de “proprietário dos benefícios” ou *beneficial owner* de um ativo, originário das legislações nacionais sobre evasão fiscal e lavagem de dinheiro. A OCDE cita definições de *beneficial owner* oferecidas pelo Grupo de Ação Financeira Internacional (GAFI), do qual participa o Brasil, e pelo “Grupo Wolfs-berg” sobre o Combate à Lavagem de Dinheiro, que contêm os elementos de “titularidade dos rendimentos” (*entitlement to income streams*) propiciados pelo ativo e de “controle efetivo” sobre o investimento.<sup>210</sup>

---

Estratégico Interministerial para o Desenvolvimento e Proteção no Exterior de Interesses Econômicos Nacionais”, que buscava limitar a participação de investidores soberanos em empresas italianas a 5% do capital (TRUMAN, 2010, p. 158).

208 OCDE, 2008a, p. 4.

209 OCDE, 2010, p. 4.

210 *Ibidem*, p. 5.

As revisões de aspectos de segurança nacional dos investimentos estrangeiros, nota a OCDE, incluem o exame de atributos de identidade do investidor que vão ainda além do conceito de *beneficial owner*, como motivação do investidor, situação financeira geral do investidor, acordos formais ou informais para coordenar atividades com outros atores econômicos, natureza das relações com outros atores, inclusive governos estrangeiros, e o passado e experiência profissional dos funcionários e membros de conselho dos investidores, em busca, por exemplo, de experiência militar.<sup>211</sup>

As razões que suscitam a supervisão ou intervenção governamental numa determinada operação também variam de um país para o outro. Alguns, como os EUA, admitem a possibilidade de vetar uma aquisição por investidor estrangeiro apenas por motivo de segurança nacional, ainda que a definição de setores ou ativos estratégicos, merecedores de maior proteção, seja ampla e permita grande margem de interpretação às agências governamentais que têm responsabilidade na implementação da lei. Outros países preveem em sua legislação um número maior de razões de política pública que podem ser invocadas pelas autoridades governamentais para investigar uma operação de aquisição de ativo em seu território por entidade estrangeira.

No Japão, no âmbito do *Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law* (FECL), os Ministérios das Finanças e Indústria podem proceder à revisão do investimento estrangeiro em operações que possam ter impacto adverso não somente sobre a segurança nacional, mas também a ordem pública, segurança da população (*public safety*) e a economia. Na França, com base em lei de 1996 sobre o investimento estrangeiro, o Ministério da Economia e Finanças, em coordenação com os Ministérios da Indústria e Defesa, deve manifestar-se sobre toda aquisição que tenha o potencial de afetar a ordem pública, saúde, os serviços públicos e a pesquisa, produção ou comércio em subs-

---

211 OCDE, 2010, p. 5.

tâncias de aplicação militar ou em equipamentos destinados ao uso em tempos de guerra. A legislação da Alemanha (“Lei de Comércio e Pagamentos Internacionais”, de 1961, reformado em 2008) também inclui extensa lista de situações que requerem o acompanhamento da autoridade regulatória, como segurança nacional, ordem pública, política externa e risco ao equilíbrio da balança comercial. O Reino Unido, por sua vez, recorre à expressão “interesse nacional” para designar as circunstâncias em que o governo está legitimado a intervir na concretização de um investimento estrangeiro, no contexto do *Foreign Trade Act*, de 1973, e do *Industry Act*, de 1975, este último jamais invocado pelo governo britânico.<sup>212</sup>

A Alemanha, por sua vez, agrega ao critério temático ou setorial o grau de participação acionária estrangeira numa determinada empresa. Assim, desde 2008, o escopo do controle estatal ampliou-se, incidindo sobre qualquer operação que envolva participação acionária superior a 25% por investidores não europeus.<sup>213</sup> Abaixo desse nível, as operações ainda estão sujeitas a avaliação de acordo com seu impacto político-estratégico ou econômico.

Em lugar de ou simultaneamente a sujeitar os investimentos estrangeiros a um processo de revisão, no qual entram considerações de legalidade e de conveniência, os países receptores podem estabelecer, como visto em parágrafo anterior, proibições taxativas de aquisição de ativos por estrangeiros em setores específicos. O Brasil, como se vê no Capítulo 6, determina em norma constitucional o controle de empresas jornalísticas por brasileiros, bem como reserva à União a propriedade de algumas classes de ativos, como os recursos do subsolo, prevendo-se a sua exploração por estrangeiros ao amparo de modalidades jurídicas estabelecidas na própria Constituição.

Os regimes nacionais de supervisão dos investimentos estrangeiros também se diferenciam pelo seu grau de institucionalização e

---

212 Todas as informações em KERN, 2007, p. 12 (quadro).

213 COHEN e DeLONG, 2010, p. 70.



transparência. Os EUA, selecionados para um breve estudo de caso em seguida, apresentam processo administrativo com elevado grau de institucionalidade e coordenação entre diferentes áreas de governo, embora reservem ao governo razoável margem discricionária e espaço para negociação com o investidor, o que compromete sua transparência. O Japão e a França igualmente estabeleceram processos de exame com duração determinada, ainda que sujeita a prorrogação, e com a possibilidade de revisão judicial (o que não é possível no caso dos EUA). As legislações japonesa e francesa permitem, no entanto, amplo espaço de discricionariedade, ao não definirem critérios formais de avaliação dos investimentos. A Alemanha e o Reino Unido, por sua vez, optaram por um sistema quase integralmente discricionário, sem a atribuição de responsabilidade de monitoramento, exame ou intervenção a órgãos colegiados do governo.<sup>214</sup>

Existe, ainda, um conjunto de instrumentos regulatórios que, mesmo quando não impedem a entrada do investidor estrangeiro, afetam o cálculo de custo-benefício da operação ao limitar a atuação da entidade estrangeira no país receptor. Pertencem a esta categoria de restrições, de forma não exaustiva, as exceções ao tratamento nacional dos investidores estrangeiros, como proibição de participação em processos de compras governamentais ou a preferência conferida nessas concorrências públicas a empresas nacionais; a previsão legal de estruturas societárias que permitam veto governamental, em determinadas situações, no processo decisório de companhias privadas (*golden share*); e requisitos de nacionalidade para indivíduos que trabalham em empresas ou setores sensíveis.<sup>215</sup>

Além desses instrumentos, destaque-se a aplicação do direito de defesa da concorrência. No Reino Unido, os investimentos estrangeiros, inclusive aqueles de origem soberana, estão sujeitos ao *Competition*

---

214 KERN, 2007, p. 12 (quadro), para os comentários sobre Alemanha, França, Japão e Reino Unido.

215 KERN, 2007, p. 13 (quadro).

*Enterprise Act*,<sup>216</sup> mesma situação da Alemanha, em que o Escritório Federal de Combate a Cartéis pode obstruir fusões e aquisições lideradas por investidores estrangeiros que violem o direito concorrencial do país. A UE, por sua vez, aplica a política de concorrência comunitária a todo projeto relevante de investimento estrangeiro.<sup>217</sup>

### 4.3. Algumas noções desenvolvidas na legislação norte-americana (FINSAs 2007)

A utilidade do estudo do regime norte-americano é sobretudo conceitual, uma vez que ali estão articulados, de forma detalhada, critérios, definições e processos específicos para a supervisão dos investimentos estrangeiros de origem estatal, que podem servir de inspiração para eventuais trabalhos legislativos em outros países, embora a experiência norte-americana seja de difícil adaptação à realidade brasileira, por razões jurídico-administrativas expostas no Capítulo 6.<sup>218</sup>

O *Foreign Investment and National Security Act of 2007* (FINSAs 2007) entrou em vigor em julho de 2007, após acirrado debate no Congresso norte-americano, em que foram apresentadas 25 propostas legislativas. A lei altera legislação existente desde 1950 (o *Defense Production Act of 1950*), frequentemente atualizada desde então, sobre a supervisão de investimentos estrangeiros com riscos potenciais para a segurança nacional, bem como a estrutura e funcionamento do *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS).<sup>219</sup> O estopim para a atividade legislativa em torno do tema foi a controvérsia em torno das malogradas operações CNOOC-UNOCAL (2005) e DPW-P&O (2006), que, facilmente aprovadas pelo CFIUS após ava-

---

216 Telegrama nº 497, expedido pela Embaixada em Londres em 8/5/2008, parágrafo 6º.

217 KERN, 2007, p. 13 (quadro).

218 O Brasil mantém consultas com os EUA em torno do FINSAs 2007, no âmbito do Diálogo de Parceria Econômica bilateral. Ver telegrama nº 291, expedido pela Embaixada em Washington em 4/2/2010.

219 JACKSON, 2010, pp. 1-7. Sugere-se consulta a esse estudo para aprofundamento sobre a trajetória do CFIUS.

liação preliminar, geraram intenso debate público tanto sobre a atuação do Comitê, que teria interpretado a legislação então em vigor de forma excessivamente liberal, quanto sobre sua adequação à nova realidade de ascensão dos investidores soberanos.

A principal novidade do texto consiste na presunção de que as aquisições que resultem no controle de ativos estratégicos no país por entidades controladas por Estado estrangeiro merecem uma investigação completa do CFIUS quanto a seu impacto sobre a segurança nacional. Alguns aspectos do FINSA 2007, com destaque para aqueles relevantes para o tema dos investidores soberanos, são expostos nas próximas subseções.<sup>220</sup>

#### 4.3.1. Aplicabilidade e processo de avaliação

O processo de avaliação e controle reformado pelo FINSA 2007 deve aplicar-se apenas a transações que ameacem prejudicar a segurança nacional dos EUA. A legislação define como *covered transaction* “qualquer fusão ou aquisição (...) da qual possa resultar o controle, por pessoa estrangeira [estatal ou privada], de uma empresa ou pessoa que pratica o comércio interestadual nos EUA”.<sup>221</sup>

O processo sob responsabilidade do CFIUS se divide em quatro etapas: notificação por escrito da transação ao colegiado; revisão preliminar (*national security review*), com duração de 30 dias; investigação completa (*national security investigation*), com duração de 45 dias; e decisão presidencial (*action by the President*), que deve ser proferida no prazo de 15 dias.

---

220 Referência: EUA, 2007a e Anexo III. As traduções de dispositivos da lei são livres.

221 EUA, 2007a (Subseção a-3). a) A expressão “*persons engaged in interstate commerce in the United States*” é uma tecnicidade necessária dos textos normativos norte-americanos para justificar a atuação legislativa do Congresso, uma vez que os Estados têm competência legislativa residual (Artigo I, Seção 8 da Constituição dos EUA). O Congresso dos EUA, por sua vez, pode legislar apenas sobre os temas expressamente indicados na Constituição). b) O investimento “novo” (*greenfield or start-up investment*) não está coberto pela legislação (EUA, 2008a).

A notificação da transação é, em princípio, um ato voluntário que pode ser praticado a qualquer momento por uma das partes envolvidas na transação.<sup>222</sup> Não existe critério legal para orientar as partes numa transação sobre a exigência ou não de notificação, apenas orientação do Departamento do Tesouro, em sede regulamentar, no sentido de que devem ser certamente notificadas as fusões e aquisições que envolvam produtos ou tecnologias-chave essenciais à indústria de defesa dos EUA.<sup>223</sup> De acordo com a OCDE, o sistema americano de notificação “voluntária” equivale a uma parceria público-privada que divide os custos de obtenção de informações sobre transações potencialmente relevantes para a segurança nacional. Analisa o Secretariado da OCDE que o investidor confronta os custos, possivelmente altos, de preparar uma notificação ao CFIUS com a segurança jurídica proporcionada por uma avaliação definitiva do colegiado de que sua transação não apresenta riscos para a segurança nacional dos EUA.<sup>224</sup>

A revisão de 30 dias consiste numa avaliação preliminar do risco de uma transação para a segurança nacional.<sup>225</sup> Se o Comitê apura ameaça à segurança nacional dos EUA e determina que tal ameaça não foi mitigada antes ou durante a revisão (ver item 4.3.5), deve ser iniciada investigação completa da transação, a qual não pode ter duração superior a 45 dias a partir do momento em que foi iniciada. A investigação também é necessária na hipótese de transferência de controle de infraestrutura crítica a estrangeiros (ver item 4.3.3), igualmente não mitigada na etapa de revisão.<sup>226</sup>

De maior relevância para o tema do presente trabalho, o FINSA 2007 estabelece a obrigatoriedade de uma investigação completa da operação pelo CFIUS quando a aquisição de controle sobre uma empresa nos EUA é realizada por governo estrangeiro ou entidade por

---

222 EUA, 2007a (Seção 2, subseção b-1, C).

223 JACKSON, 2010, p. 10.

224 OCDE, 2010, p. 3.

225 EUA, 2007a (Seção 2, Subseção b-1, A e E).

226 *Ibidem* (Seção 2, subseção b-2).

ele controlada ou que atua em seu favor (*foreign government controlled transaction*). A dispensa do procedimento de investigação, nesse caso, pode ocorrer apenas por decisão do secretário do Tesouro, juntamente com a agência governamental com competência específica no objeto da operação.<sup>227</sup>

A última etapa do processo é a decisão presidencial. O presidente dos EUA, de acordo com o FINSA 2007, pode ordenar a suspensão ou proibição de uma transação que apresente riscos para a segurança nacional, no prazo de 15 dias após a conclusão da investigação completa de 45 dias. A lei busca, no entanto, limitar o caráter discricionário da decisão presidencial, ao estipular que o presidente norte-americano somente deve exercer a autoridade de suspender ou proibir uma transação se houver evidências concretas de que o controlador estrangeiro agirá de forma a pôr em risco a segurança nacional e se não for possível alcançar o resultado pretendido por meio de outras disposições legais específicas. O FINSA 2007 exclui de modo explícito a decisão presidencial de suspender ou proibir investimento estrangeiro da possibilidade de revisão judicial.<sup>228</sup>

Exceto nas hipóteses em que o Comitê pode iniciar ou reiniciar de ofício a revisão de uma operação, o que ocorre, por exemplo, quando as partes prestam informações incorretas ao CFIUS,<sup>229</sup> não há previsão no texto de prorrogação dos prazos previstos para cada etapa do processo. A rigidez da legislação nesse particular deixa entrever a preocupação em não produzir insegurança jurídica desnecessária para o investidor estrangeiro nos EUA, uma vez que, como será visto no item 4.3.7, a maioria das transações é aprovada ou sequer passa pelo crivo do Comitê, dado o caráter voluntário da notificação.

---

227 *Ibidem* (Seção 2, subseção b-2, B-i[II] e D-i).

228 EUA, 2007a (Seção 6, subseção d- 2/4, e 5-e).

229 *Ibidem* (Seção 2, subseção b-1, D).

### 4.3.2. Composição do CFIUS

O CFIUS é integrado pelos secretários do Tesouro (presidente do colegiado), Estado, Segurança Interna, Comércio, Defesa, Energia e Trabalho, assim como pelo procurador-geral e o diretor nacional de Inteligência (DNI) dos EUA, coordenador dos diversos serviços de inteligência do país. O presidente dos EUA pode ainda nomear para o Comitê os diretores de outras agências governamentais, em caráter geral ou para exame de casos específicos. O DNI e o secretário do Trabalho atuam como membros *ex officio*, sem direito a voto.<sup>230</sup>

O papel do DNI no processo é fornecer, em coordenação com outras agências da comunidade de inteligência norte-americana, análise independente das implicações de uma transação para a segurança nacional. O DNI pode iniciar a avaliação de uma operação de aquisição antes mesmo de sua notificação ao CFIUS, em conformidade com o mandato legal dos serviços de inteligência norte-americanos, devendo, no entanto, concluí-la no prazo máximo de 20 dias contados a partir da notificação (dentro, portanto, da fase de “revisão” de 30 dias). O DNI pode complementar ou emendar seu parecer ao longo do processo, se considerar necessário ou em atendimento a pedido de informações adicionais formulado pelo Comitê.<sup>231</sup>

O projeto aprovado também cria a figura da “agência líder” (*lead agency*), indicada conforme o conhecimento especializado requerido para o exame de cada operação e responsável por conduzir a investigação de 45 dias. No Departamento do Tesouro norte-americano, foi criado cargo de secretário-assistente para Investimentos, cujas atribuições incluem a atuação no âmbito do CFIUS, por delegação do secretário do Tesouro.<sup>232</sup>

---

230 *Ibidem* (Seção 3, subseção k-2).

231 EUA, 2007a (Seção 2, subseção b-4).

232 *Ibidem* (seção 3, subseção k-4/5). Ver também telegrama nº 1.493, expedido pela Embaixada em Washington em 17/07/2007, parágrafo 3º.

### 4.3.3. A definição de setores estratégicos: infraestrutura e tecnologias críticas

O FINSA 2007 ampliou a lista de fatores que devem ser considerados pelo presidente dos EUA em sua decisão final sobre uma transação submetida a investigação de segurança nacional, a qual também é utilizada pelo Comitê em seu processo de análise.<sup>233</sup> A lista inclui critérios gerais, como o efeito do controle estrangeiro sobre a capacidade da indústria norte-americana para atender a necessidades de segurança nacional, e específicos, como a projeção de longo prazo da demanda norte-americana por fontes de energia e outros recursos e materiais críticos e, nos casos de transação controlada por governo estrangeiro, a adesão deste aos regimes de controle da não proliferação, seu histórico de cooperação no combate ao terrorismo e o potencial de transbordo ou desvio de tecnologias com aplicação militar.<sup>234</sup>

Dentre os fatores relacionados na legislação, são de especial importância para a determinação do caráter estratégico de um ativo os conceitos de “infraestrutura crítica” (*critical infrastructure*) e de “tecnologias críticas” (*critical technologies*).

O termo infraestrutura crítica, no FINSA 2007, designa “sistemas e ativos, físicos ou virtuais, tão vitais para a segurança nacional dos EUA que sua incapacitação ou destruição teria impacto debilitante sobre a segurança nacional”.<sup>235</sup> Regulamento publicado pelo Departamento do Tesouro em 21 de novembro de 2008 limita-se a reiterar o texto legal, com o esclarecimento adicional de que “o CFIUS considera os ativos particulares envolvidos numa transação, em lugar de designar classes inteiras de ativos como infraestrutura crítica”.<sup>236</sup>

---

233 EUA, 2007a (Seção 4).

234 Para a lista completa, ver JACKSON, 2010, pp. 12-13.

235 EUA, 2007a (Seção 2, subseção a-6).

236 EUA, 2008b (nota ao parágrafo 800.208, p. 70708).

Excessivamente vaga mesmo no nível regulamentar, a definição permite interpretação ampla, pela qual poderiam ser incluídos, além da indústria de defesa, ativos energéticos, agricultura, alimentação, água, saúde pública, serviços de emergência, informação e telecomunicações, transportes, bancos e serviços financeiros, indústria química e materiais perigosos, correios e transportes marítimos, entre outros, conforme propostas surgidas ainda durante a fase de debate legislativo.<sup>237</sup>

O conceito de tecnologias críticas, por sua vez, é definido no FINSA 2007 como componentes ou itens tecnológicos “essenciais à defesa nacional”, especificados na forma regulamentar.<sup>238</sup> O mesmo regulamento de novembro de 2008 é mais detalhado no que diz respeito às tecnologias críticas, termo que engloba alguns produtos ou serviços de defesa, tratados em legislação particular; itens controlados conforme regimes multilaterais de não proliferação de armas nucleares, químicas, biológicas e tecnologias de mísseis; produtos controlados por razões de “estabilidade regional” ou voltados para escuta clandestina (*surreptitious listening*); equipamentos, instalações, partes e componentes nucleares, bem como agentes químicos e toxinas, todos disciplinados em peças legislativas específicas do ordenamento jurídico norte-americano.<sup>239</sup>

#### 4.3.4. Os conceitos de controle e de investidor passivo

O conceito de controle é essencial para a determinação da aplicabilidade a uma transação concreta do processo de supervisão do investimento estrangeiro conduzido pelo CFIUS. Apenas as fusões e aquisições que resultem no controle de uma empresa norte-americana por estrangeiro estão no escopo de atuação do colegiado e poderiam

---

237 Telegrama nº 1.102, expedido pela Embaixada em Washington, em 23/04/2008, parágrafo 4º.

238 EUA, 2007a (subseção a-7).

239 EUA, 2008b (parágrafo 800.209, p. 70719). Telegrama nº 1.102, expedido pela Embaixada em Washington, em 23/04/2008, parágrafo 4º.



ser vetadas pelo presidente dos EUA em caso de ser verificado risco à segurança nacional. O FINSA 2007 esquivava-se de definir o significado legal do termo, transferindo essa tarefa ao Executivo com o seu poder de regulamentar. A discussão do tema do controle também se reveste de importância à luz das garantias oferecidas por alguns investidores soberanos de que não têm interesse em exercer comando ou influência sobre as empresas adquiridas, preferindo figurar como “investidores passivos”, que buscam retorno financeiro, mas se mantêm afastados da gestão das companhias de cujo capital passam a participar.<sup>240</sup>

Tradicionalmente, o governo norte-americano trabalha com a presunção de que todo investimento que resulte em participação no capital de até 10% constitui um investimento passivo, não voltado para a tomada do controle, o que dispensaria a revisão da transação pelo CFIUS. O patamar de referência utilizado pelo Departamento do Tesouro era considerado obsoleto por especialistas e políticos, sobretudo numa economia caracterizada pela pulverização do capital corporativo, que permite grande influência na gestão das companhias aos detentores de participações minoritárias.<sup>241</sup>

Na regulamentação do FINSA 2007, o Executivo norte-americano mantém o limite percentual mínimo como referência para que uma transação deva ser examinada pelo CFIUS,<sup>242</sup> mas agrega uma série de elementos não quantificáveis, que permitem o exame de transações pelo CFIUS, ainda que a participação estrangeira fique abaixo de 10%, quando se verifica que o investimento pode resultar em influência sobre determinadas decisões da empresa adquirida.<sup>243</sup>

---

240 “Ownership interests are held or acquired solely for the purpose of passive investment if the person holding or acquiring such interests does not plan or intend to exercise control, does not possess or develop any purpose other than passive investment, and does not take any action inconsistent with holding or acquiring such interests solely for the purpose of passive investment” (EUA, 2008b, parágrafo 800.223, p. 70720).

241 Telegrama 423, expedido pela Embaixada em Washington em 21/02/2008, parágrafo 8º.

242 “Transactions that are not covered transactions include, without limitation: (b) a transaction that results in a foreign person holding ten percent or less of the outstanding voting interest in a U.S. business (...), but only if the transaction is solely for the purpose of passive investment” (EUA, 2008b, parágrafo 800.302, p. 70722).

243 JACKSON, 2010, p. 10. O Departamento do Tesouro declara que o “CFIUS will continue to consider all relevant facts and circumstances, rather than applying a bright-line test to determine whether a transaction results in foreign control” (EUA, 2008a).

O termo controle é assim definido como “o poder, direto ou indireto, exercido ou não, por meio da titularidade de uma maioria ou de uma minoria dominante do poder de voto total de uma entidade, uma participação acionária especial, arranjos contratuais, arranjos formais ou informais para agir em coordenação, ou outros meios para determinar, dirigir ou decidir assuntos importantes que afetam uma entidade”.<sup>244</sup> Em seguida, é apresentada no regulamento uma lista de “assuntos importantes” que poderiam enquadrar-se no critério geral precedente, como, entre outros, a venda ou transferência de ativos; a reorganização, fusão ou dissolução da entidade; o fechamento, mudança de sede ou alteração substancial da produção, operação, pesquisa e desenvolvimento da entidade; aprovação de grandes despesas ou investimentos, emissão de quotas ou ações e pagamento de dividendos pela entidade; e política de confidencialidade em relação a informações técnicas, financeiras e de outra natureza.<sup>245</sup>

De especial interesse para os investidores soberanos, consta do regulamento a advertência de que, ao examinar questões de controle, quando mais de uma entidade estrangeira adquire participação em empresa norte-americana, deverá ser verificado, entre outros aspectos, se essas entidades constituem agências do governo nacional ou subnacional de um único país ou são por este controladas.<sup>246</sup> Com isso, o Executivo norte-americano poderia evitar que dois investidores soberanos (um FRS e uma empresa estatal, por exemplo) adquirissem separadamente participações minoritárias numa companhia, que resultassem no controle de fato da empresa por um único Estado estrangeiro.

---

<sup>244</sup> EUA, 2008b (parágrafo 800.204, p. 70718).

<sup>245</sup> EUA, 2008b, p. 70718.

<sup>246</sup> *Ibidem*, p. 70718.

#### 4.3.5. Medidas de mitigação

O FINSA 2007 estabeleceu a possibilidade de negociação de condições e modificações a uma transação, com vistas a atenuar ameaças dela eventualmente decorrentes à segurança nacional dos EUA. A possibilidade de medidas de mitigação, sujeitas a monitoramento do CFIUS, é considerada um passo positivo da legislação na manutenção de um ambiente favorável ao investimento estrangeiro nos EUA, ao equilibrar o processo no âmbito do CFIUS e criar a percepção de que os pontos de vista das partes envolvidas numa transação recebem uma apreciação justa por parte do Comitê.<sup>247</sup>

#### 4.3.6. Prestação de contas ao Congresso dos EUA

Um dos objetivos do Congresso dos EUA na adoção do FINSA 2007 era sanar déficit de prestação de contas do CFIUS, que passa a ser obrigado, com a nova legislação, a submeter-lhe relatórios sobre seu trabalho. No debate prévio à adoção da norma, circularam propostas que previam notificações ao órgão legislativo no curso de uma revisão ou investigação pelo CFIUS. Estas se depararam com a resistência do Executivo norte-americano, que apontava o risco de politização excessiva dos processos e de afugentamento de investidores estrangeiros dos EUA. Assim, a lei aprovada determina que relatórios ou informações ao Congresso norte-americano sejam oferecidos apenas depois de concluída uma investigação.<sup>248</sup>

Desse modo, o secretário do Tesouro dos EUA deve submeter a seu Congresso relatório anual a respeito das atividades do CFIUS, que deve atender, ainda, a pedidos de informação por qualquer congressista sobre in-

---

247 EUA, 2007a (Seção 5, subseção I-1). Telegrama n° 423, expedido pela Embaixada em Washington em 21/02/2008, parágrafo 4°.

248 Telegrama n° 1.493, expedido pela Embaixada em Washington em 17/07/2007, parágrafo 4°.

investigações concluídas, desde que este aceite preservar a confidencialidade de dados comerciais das partes envolvidas nas transações.<sup>249</sup>

#### 4.3.7. Resultados do FINSA 2007

Entre 2006 e 2009, segundo o Departamento do Tesouro dos EUA, o CFIUS recebeu 469 notificações, das quais 61 chegaram à etapa da investigação e apenas duas subiram à decisão presidencial, ambas em 2006.<sup>250</sup> Considerando a ambiguidade de muitas das definições legais (controle e infraestrutura crítica, por exemplo) e o caráter voluntário das notificações (apesar da possibilidade de posterior instauração *ex officio* do processo de revisão pelo CFIUS), não é possível afirmar se todas as transações relevantes passam pelo crivo formal do CFIUS. Tampouco se sabe em que medida a retirada de notificações (*withdrawal of notices*) durante as fases de revisão e investigação – 30 em 2008/2009 –<sup>251</sup> e a desistência de transações antes mesmo da notificação refletem pressões políticas ou decisões de preservação de imagem das empresas adquirentes, em lugar da verificação de problemas insuperáveis no tocante à segurança nacional.

A legislação seria criticada, ademais, por ainda não representar uma resposta normativa adequada à questão dos investidores soberanos, uma vez que sua aprovação parlamentar ocorreu num momento em que o tema apenas começava a receber atenção,<sup>252</sup> sendo em seguida superado em termos de prioridade pela crise econômico-financeira de 2007-2009.

A despeito dos pontos obscuros, é evidente que as obrigações adicionais de transparência e informação ao Congresso dos EUA in-

---

249 EUA, 2007a (Seção 7).

250 Tabela disponível em <[www.ustreas.gov/offices/international-affairs/cfius](http://www.ustreas.gov/offices/international-affairs/cfius)> (último acesso em 7/1/2011). O sentido das decisões presidenciais não consta do documento.

251 *Ibidem*.

252 JACKSON, 2010, p. 19.

troduzidas pelo FINSA 2007 abrem ao governo norte-americano a possibilidade de coletar informações valiosas sobre o investimento estrangeiro no país e sobre as empresas que se submetem ao processo, ainda que mantida a confidencialidade de dados sensíveis.

O relatório anual do CFIUS ao Congresso dos EUA relativo ao ano de 2009 contém informações sobre a distribuição por país de origem das transações notificadas no período 2007-2009, sem distinção entre operações controladas por governos estrangeiros e as fusões e aquisições realizadas por investidores privados.<sup>253</sup> O Comitê observa no relatório que não há tendência clara na desagregação dos dados por ano. Tampouco haveria tendência na desagregação por setores, que permitisse identificar preferências das companhias de alguns países pela aquisição de empresas norte-americanas em setores específicos. A maior parte das notificações provém de parceiros ocidentais ou aliados dos EUA, liderados pelo Reino Unido (97), seguido de Canadá (36), França (26), Israel (23) e Austrália (21), que respondem em conjunto por 57% das notificações apresentadas no período.<sup>254</sup>

Observe-se que o corte escolhido pelo Tesouro dos EUA privilegia o número de transações, em lugar de seu valor, o que pode levar à subestimação da relevância das aquisições por outros países. Além disso, o relatório não estabelece distinção entre transações realizadas por agentes privados e aquelas controladas por governos estrangeiros, nem contabiliza as compras de participação minoritária, às quais corresponde boa parte dos investimentos de origem soberana. Apesar da base superficial, cabe uma comparação com notificações de países do Oriente Médio e economias asiáticas que controlam vastas reservas em moeda estrangeira, bem como alguns dos principais investidores soberanos. Empresas da China submeteram ao CFIUS, entre 2007 e

---

253 EUA, 2010b. São também apresentados no documento dados estatísticos que indicam a distribuição setorial das transações examinadas pelo CFIUS no período 2006-2009.

254 *Ibidem*, pp. 11-12.

2009, apenas treze notificações; os Emirados Árabes Unidos, onze; Rússia, oito; e Arábia Saudita, duas.<sup>255</sup>

O Brasil e a Índia, importantes detentores de reservas internacionais, aparecem na lista do relatório com três e seis notificações, respectivamente. Na classificação por setores, duas das notificações brasileiras ocorreram no setor industrial e uma no segmento de “mineração, utilidade pública e construção”.<sup>256</sup>

Verifica-se padrão semelhante nos investimentos em tecnologias consideradas críticas nos EUA. O colegiado identifica a origem dos investidores em transações que envolveram tecnologias críticas em 2009, apurando que 30% delas foram lideradas por entidades ou pessoas procedentes do Reino Unido, o primeiro da lista, seguido de Canadá, França, Israel e Japão, que respondem em conjunto por outros 36% do total. O Comitê acrescenta que a maior parte das transações relacionadas com tecnologias críticas ocorreu no setor de tecnologia da informação, seguido dos setores de máquinas e equipamentos e aeroespacial e de defesa.<sup>257</sup>

#### **4.3.8. Impacto sobre o ingresso de capitais e risco de protecionismo financeiro**

Embora a realidade ou perspectiva de uma investigação pelo CFIUS não seja considerada “neutra” do ponto de vista do mercado, podendo afetar o valor das ações de uma empresa ou causar prejuízo a sua reputação,<sup>258</sup> não há evidência de impacto negativo substancial sobre as condições de entrada de investidores estrangeiros no mercado norte-americano, inclusive da parte de investidores soberanos. Ao contrário,

---

<sup>255</sup> *Ibidem*, p. 12.

<sup>256</sup> EUA, 2010b, pp. 12-13.

<sup>257</sup> *Ibidem*, pp. 20-21.

<sup>258</sup> JACKSON, 2010, p. 20.

como explicado na seção 3.3, necessidades de curto prazo da política econômica tanto dos países investidores quanto dos EUA tornam mais provável que capitais originários da riqueza soberana continuem a fluir em direção aos EUA num ritmo igual ou maior que o atual.

Os EUA, como contrapartida de seu persistente déficit na conta corrente do balanço de pagamentos, são importadores líquidos de capitais, mas permanecem como o detentor do maior estoque de IDE ao redor do mundo,<sup>259</sup> o que explica o continuado interesse norte-americano na liberdade de movimento de capitais e em evitar um quadro de protecionismo generalizado na área de investimentos.

Preocupações da opinião pública e dos meios políticos norte-americanos em relação a transações específicas que envolvam investidores soberanos permitem antecipar, contudo, episódios similares a CNOOC-UNOCAL e DPW-P&O, capazes de criar movimentos de índole protecionista que ultrapassam o propósito da legislação e de processos de supervisão como o do CFIUS.

#### 4.4. Considerações finais

Os países lidam de modo diferente, nas esferas legal e regulatória, ao desafio dos investidores soberanos, cujas estratégias de alocação de recursos são acompanhadas com preocupação crescente por países receptores de seus capitais. Alguns países recorrem à proibição do capital estrangeiro (inclusive estatal) em setores específicos, por meio de regras substantivas, outros estabelecem processos de supervisão que privilegiam a análise caso a caso, ainda que baseada em critérios legais, outros mais conferem ampla margem de ação ao governo para julgar a conveniência de um investimento estrangeiro e adotar, caso necessário, os remédios cabíveis.

---

259 Ver *ranking* de estoque de IDE por país no *CIA World Factbook*, em <[www.cia.gov](http://www.cia.gov)> (acesso em 12/1/2011).

A maioria das disposições internas dos países não tem como foco os investidores soberanos, mas estes têm sido objeto de atenção crescente por parte dos governos e de regras específicas aprovadas pelos legisladores nacionais, especialmente nos EUA, cuja legislação foi objeto de atenção particular neste Capítulo. No Capítulo 5, são analisadas as iniciativas internacionais sobre o tema dos investidores soberanos, voltadas para os seus desafios econômicos e políticos, não apresentando até o momento qualquer força vinculante.



## Capítulo 5

# O tratamento no plano internacional: questões macroeconômicas globais e conduta dos investidores soberanos

### 5.1. Considerações iniciais

Enquanto os Capítulos 2 e 3 contêm diagnóstico dos vários desafios, de ordem tanto política quanto econômica, apresentados pelos investidores soberanos, o Capítulo 4 e este Capítulo 5 visam à identificação de soluções para os problemas existentes relacionados à temática dos investidores soberanos.

Assim como no plano interno dos Estados, o foco das primeiras iniciativas internacionais sobre o tema dos investidores soberanos foi a mitigação do risco de decisões de investimento baseadas em fatores não comerciais, como o interesse em adquirir ativos estratégicos no país receptor. Após os esforços iniciais, que resultaram na adoção, em 2008, de dois instrumentos com recomendações de conduta para os investidores soberanos e para as economias receptoras de investimentos, no âmbito respectivamente do FMI e da OCDE, a atenção prioritária das autoridades econômicas ao redor do mundo voltou-se para o agravamento da crise financeira internacional no quarto trimestre de 2008.

Os chefes de Estado e de Governo do G20, agrupamento alçado à condição de principal foro para a cooperação econômica internacional, sequer mencionam o tema dos investidores soberanos nas declarações emitidas desde sua primeira cúpula, em novembro de 2008. Os últimos documentos adotados pelo foro abordam, no entanto, as assimetrias entre balanços de transações correntes e revelam disposição de enfrentamento do problema.

Com o retorno da economia internacional à normalidade e a retomada do crescimento em vários países, o tema dos investidores soberanos poderá ser novamente objeto de interesse específico por parte dos Estados e de foros e organismos multilaterais que colaboram na governança mundial em matéria econômica e financeira, como o FMI e a OCDE.

Nas seções abaixo, são abordadas, inicialmente, as iniciativas no plano macroeconômico internacional que podem ser relevantes para o tema dos investidores soberanos. Em seguida, são analisados os resultados alcançados por organizações internacionais e pelos próprios investidores soberanos no tocante a questões de governança e transparência.

## **5.2. A discussão sobre soluções para os desequilíbrios globais**

Os investidores soberanos seriam afetados de duas maneiras por um encaminhamento multilateral dos desequilíbrios macroeconômicos globais: (i) os recursos em seu poder teriam que ser gradualmente “repatriados” para auxiliar no objetivo de estimular a demanda interna e diminuir a dependência de suas economias de origem em relação às exportações, sobretudo no caso dos países asiáticos superavitários; (ii) seria reduzido o ritmo de crescimento da acumulação de moeda estrangeira, tanto para as reservas internacionais de finalidade “prudencial”, quanto para as transações de maior risco dos investidores

soberanos, sem o que seria frustrado o objetivo de avançar em direção a regimes cambiais mais flexíveis. Apresenta-se, a seguir, o estado da discussão nos foros oficiais com responsabilidade pelo tema (G20 e FMI).

### 5.2.1. G20<sup>260</sup>

O objetivo desta subseção não é abordar de modo amplo a agenda do G20, agrupamento que deixou para trás um perfil discreto em comparação com as IFIs para tornar-se o principal foro de cooperação econômica internacional com a crise de 2007-2009. Buscam-se aqui elementos sobre o tratamento do tema dos desequilíbrios macroeconômicos globais no G20, sua interação com o FMI e a importância para os investidores soberanos de alguns posicionamentos do grupo.

A discussão sobre os desequilíbrios globais no mais alto nível político foi iniciada antes da crise e da criação do G20, mas carecia de legitimidade. Não obstante a presença no G8 de duas grandes economias superavitárias (Alemanha e Japão), foi adotada na Cúpula do grupo, em Heilingendamm, em junho de 2007, sob a presidência alemã, a declaração “Crescimento e Responsabilidade na Economia Mundial”,<sup>261</sup> na qual se observava que os desdobramentos econômicos favoreciam o ajuste internacional, mas que esforços adicionais seriam necessários para reequilibrar a demanda global (parágrafo 3º). Os líderes do G8 acrescentavam que os desequilíbrios globais se acumularam ao longo

---

260 Agrupamento criado no final dos anos 1990, que inclui os membros do G8, a presidência da UE, e algumas das principais economias em desenvolvimento (Brasil, África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, México e Turquia), com o objetivo de “estabelecer um diálogo permanente das economias desenvolvidas com os países emergentes”, cuja instabilidade representava então o principal risco à economia mundial (BALDUINO, 2009, pp. 102-103). Com a crise de 2007-2009, o G20 tornou-se o principal foro internacional de discussão e decisão de temas macroeconômicos globais, desta vez com as economias emergentes funcionando como polo estabilizador e fonte de crescimento da economia mundial. Chamado de G20 Financeiro (G-20F) nos primeiros momentos de sua atuação na crise financeira internacional, presumivelmente para evitar confusão com o G20 agrícola da Rodada Doha, o agrupamento passou a ser chamado simplesmente de G20 quando deixou de reunir somente Ministros das Finanças e Presidentes de bancos centrais para converter-se em foro de Chefes de Estado e de Governo.

261 *Growth and Responsibility in the World Economy* (G8, 2007).

de muito tempo e só poderiam ser resolvidos num processo gradual, com a colaboração dos países emergentes com vastos superávits em conta corrente, que deveriam promover maior flexibilidade cambial e reformas para orientar o crescimento rumo à demanda interna. O comunicado do G8 recorda também os exportadores de petróleo, aos quais se recomenda acelerar o investimento produtivo e a diversificação da economia (parágrafo 6º).

Num momento em que eram agudas as preocupações nos países desenvolvidos com a questão dos investidores soberanos, a Declaração de Heiligendamm contém compromisso dos líderes do G8 de minimizar restrições aos investimentos estrangeiros a casos que envolvam principalmente a segurança nacional, bem como de trabalhar com a OCDE e outros organismos internacionais para aprofundar a compreensão de princípios de transparência aplicáveis a investimentos transfronteiriços, tanto privados quanto estatais (parágrafo 11).

A despeito da exortação às economias emergentes para que realizassem reformas internas, o tema dos desequilíbrios globais não avançou no “Processo de Heiligendamm com Grandes Economias Emergentes – Diálogo de Alto Nível entre os Países Membros do G8 e Brasil, China, Índia, México e África do Sul”.<sup>262</sup> Os parágrafos 94 a 97 da declaração final, que relatam os entendimentos alcançados na reunião ampliada, sequer mencionam perspectiva de cooperação sobre a questão, havendo referência apenas aos “grandes desafios surgidos na economia mundial”.

A primeira reunião de cúpula do G20 em Washington, em 15 de novembro de 2008, inaugurou melhor coordenação entre as principais economias desenvolvidas e em desenvolvimento em torno das questões econômicas globais e foi marco significativo rumo a uma governança financeira mundial mais legítima e representativa.<sup>263</sup>

---

262 “Heiligendamm Process” with Major Emerging Economies – High Level Dialogue Between G8 Member Countries and Brazil, China, India, Mexico and South Africa.

263 Ver nota à imprensa do Itamaraty sobre a “Cúpula sobre Mercados Financeiros e a Economia Mundial”, Brasília, 13 de novembro de 2008 (ITAMARATY, 2008).

A Declaração dos Chefes de Estado e de Governo<sup>264</sup> menciona de modo apenas indireto, contudo, o papel dos desequilíbrios globais na crise financeira de 2007-2009. O parágrafo 4º do texto tem o seguinte teor:

Major underlying factors to the current situation were, among others, inconsistent and insufficiently coordinated macroeconomic policies, inadequate structural reforms, which led to unsustainable global macroeconomic outcomes. These developments, together, contributed to excesses and ultimately resulted in severe market disruption.

Aqueles eram tempos de contrição por parte do governo norte-americano diante do mundo, considerando a evidente responsabilidade norte-americana como epicentro do colapso dos mercados internacionais. A crise “humilhou os Estados Unidos”, obrigado a reconhecer, assim como outros países desenvolvidos, as falhas de sua legislação financeira, a ineficiência de seus mecanismos de supervisão bancária e a inoperância de suas agências reguladoras.<sup>265</sup> Na fase aguda da crise, também prevalecia nos EUA a análise de que havia um desaquecimento generalizado da demanda mundial, que exigiria dos governos conceder estímulos fiscais em todas as economias, fossem elas deficitárias ou superavitárias. Era necessário, portanto, unir os países em torno dessa agenda e não dividi-los com o debate sobre desequilíbrios globais.<sup>266</sup>

A Declaração dos líderes do G20 em Londres (abril de 2009)<sup>267</sup> reflete essa prioridade, ao propor um conjunto ambicioso de políticas anticíclicas de curto prazo e de reformas regulatórias, que atingiriam a quantidade e qualidade do capital dos bancos, o modo de operação das plataformas financeiras alternativas, como os fundos de *hedge*,<sup>268</sup>

264 *Declaration: Summit on financial markets and the world economy* (G20, 2008).

265 BALDUINO, 2009, p. 102.

266 “Summers calls for boost to demand”. *FT*, 9/3/2009. Disponível em <www.ft.com> (acesso em 9/1/2011).

267 *The Global Plan for Recovery and Reform* (G20, 2009a).

268 O parágrafo 15 da Declaração de Londres contém o compromisso dos líderes de “estender a regulamentação e a supervisão a todas as instituições financeiras, instrumentos e mercados de importância sistêmica. Isso incluirá, pela primeira vez, os fundos de *hedge* importantes do ponto de vista sistêmico” (tradução livre). Os investidores soberanos poderiam ser incluídos nessa categoria, embora não haja evidência de que essa fosse a intenção dos líderes.

a remuneração de executivos financeiros e a gestão de risco no sistema e em instituições específicas, com espaço também para temas como a cooperação fiscal e o sigilo bancário em alguns países.

A cúpula seguinte do G20, em Pittsburgh (setembro de 2009), representou, para Luis Antonio Balduino, “importante inflexão, pois as discussões deixaram de focar apenas a administração da crise e passaram a tratar também do período pós-crise”.<sup>269</sup> O “Marco para o Desenvolvimento Robusto, Sustentável e Equilibrado”, anunciado no comunicado dos líderes,<sup>270</sup> reflete a passagem da fase aguda da crise e a necessidade de conciliar a manutenção de medidas fiscais e monetárias anticíclicas no curto prazo com a preparação de “estratégias de saída” (*exit strategies*) do “extraordinário apoio fiscal, monetário e ao setor financeiro”, uma vez consolidada a recuperação do crescimento (parágrafo 2º).

Ao lado do retorno a políticas fiscais sustentáveis, os líderes firmam no documento o compromisso de trabalhar em conjunto na transição para um padrão mais equilibrado de crescimento mundial. Notando o progresso alcançado por vários países com vistas à expansão da demanda interna, os líderes declaram que uma recuperação forte exige políticas macroeconômicas que promovam uma demanda global adequada e equilibrada, bem como reformas estruturais de fomento à demanda interna privada, diminuindo as diferenças de desenvolvimento mundial e fortalecendo o potencial de crescimento de longo prazo (parágrafo 4º). O FMI foi encarregado de analisar a compatibilidade mútua das políticas regionais e nacionais e de auxiliar os ministros das Finanças e presidentes dos Bancos Centrais no processo de avaliação recíproca das políticas de países individuais do G20 (parágrafos 5º e 7º) ou “Processo de Avaliação Mútua” (PAM).

---

269 BALDUINO, 2009, p. 106.

270 *Leaders' Statement*, no qual se insere o *Framework for Strong, Sustainable, and Balanced Growth* (G20, 2009b).

A reunião de Toronto (junho de 2010), segundo sua declaração final,<sup>271</sup> constituiu a primeira Cúpula do G20 em sua “nova” condição de foro mais importante para a cooperação econômica internacional (parágrafo 1º). Concluída a primeira fase do PAM (parágrafo 9º), o tema dos desequilíbrios globais é abordado de forma mais direta tanto na declaração principal quanto no anexo correspondente. Em parte, isso foi motivado por novo alargamento das assimetrias entre deficitários e superavitários na conta corrente do balanço de pagamentos, resultante da recuperação da demanda global e da retomada de padrões de desenvolvimento pré-crise. Vale reproduzir os dois parágrafos pertinentes do comunicado:

11. Advanced deficit countries should take actions to boost national savings while maintaining open markets and enhancing export competitiveness.

12. Surplus economies will undertake reforms to reduce their reliance on external demand and focus more on domestic sources of growth.

No Anexo I da Declaração de Toronto, relativo ao seguimento do Marco adotado em Pittsburgh, são detalhadas as medidas de política econômica exigidas dos países emergentes superavitários, que incluem, ao lado do fortalecimento dos sistemas de saúde e previdência e do investimento em infraestrutura, a necessidade de flexibilidade cambial (parágrafo 12).

Na Reunião de ministros das Finanças e presidentes de Bancos Centrais do G20, em Gyeongju (outubro de 2010), em preparação para a Cúpula de Seul (novembro de 2010), os EUA propuseram o estabelecimento de limite de 4% para déficits e superávits em conta corrente, mas não houve acordo sobre números concretos.<sup>272</sup> O anúncio pela Reserva

271 *The G20 Toronto Summit Declaration* (G20, 2010a).

272 Excertos da carta do secretário do Tesouro dos EUA a suas contrapartes no G20 estão disponíveis em <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/651377aa-ddc4-11df-8354-00144feabd0.html#axzz1yNEZeM25>>.

Federal dos EUA, às vésperas da reunião de ministros, de uma nova etapa da política de “afrouxamento quantitativo” (*quantitative easing*),<sup>273</sup> vista como instrumento de desvalorização do dólar e promoção da competitividade exportadora, contribuiu para disposição negativa em relação à proposta norte-americana. Os ministros, em seu comunicado,<sup>274</sup> propõem o fortalecimento da cooperação internacional para a promoção do equilíbrio externo das economias e a avaliação de desequilíbrios persistentes pelo FMI, no contexto do PAM, conforme diretrizes indicativas a serem acordadas (parágrafo 2º).<sup>275</sup>

O comunicado da Cúpula de Seul<sup>276</sup> acrescenta que essas diretrizes devem ser compostas por um “conjunto de indicadores” (*range of indicators*), a ser desenvolvido pelo FMI e outras organizações internacionais, com o objetivo de “facilitar a identificação tempestiva de grandes desequilíbrios que exijam medidas preventivas e corretivas” (parágrafo 9º). Além da China, opuseram-se a compromissos mais específicos Alemanha e Japão, para os quais era indesejável desviar a atenção da política cambial para o universo mais amplo de fatores que contribuem para os déficits e superávits em transações correntes, uma vez que o euro e o iene são moedas que flutuam nos mercados internacionais. Esses países atribuem seus superávits à maior competitividade de seus exportadores, não sendo apropriado em sua visão, nesses casos, qualquer limite ao saldo na conta corrente do balanço de pagamentos.<sup>277</sup>

O Brasil apresenta situação particular na discussão sobre os desequilíbrios globais, uma vez que, não obstante ter registrado

---

273 Ver definição na subseção 3.3.1.

274 *Communiqué: Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors* (G20, 2010b).

275 O comunicado admite tratamento diferenciado para grandes exportadores de *commodities*, cujos superávits são com frequência resultantes de variações significativas nos preços dos produtos, não podendo ser compensados com facilidade por medidas de estímulo ao consumo, que também apresentam riscos econômicos, como o aprofundamento da desindustrialização e da dependência em relação à exportação de uma *commodity*.

276 *The G-20 Seoul Summit Leaders' Declaration* (G20, 2010c).

277 Apesar disso, o parágrafo 12 do Anexo I da Declaração de Toronto estabelece que “*advanced surplus economies will focus on structural reforms that support increased domestic demand*”.



moderados déficits em conta corrente nos últimos anos,<sup>278</sup> dispõe de substanciais reservas internacionais, o que o transformou desde 2007 num credor externo líquido (valor de ativos no exterior maior do que passivos externos).<sup>279</sup> Desse modo, o Brasil é um país deficitário com baixa vulnerabilidade externa, assumindo, por vezes, o comportamento de economia superavitária. Isso lhe permite maior flexibilidade nas discussões dentro do G20 e preservar a solidariedade em relação aos emergentes superavitários, como a China, uma vez que o déficit em conta corrente brasileiro não implica risco de crise no balanço de pagamentos, considerando o montante das reservas cambiais.<sup>280</sup>

Além disso, com um mercado interno em franca expansão<sup>281</sup> e uma moeda que, para muitos economistas, sofre de excessiva valorização cambial, o Brasil tem contribuído para a sustentação da demanda global, de modo que sua política econômica está no geral alinhada com as recomendações do G20.

Uma questão que mereceria tratamento mais aprofundado no G20 e no FMI, na sua missão de assessoria técnica ao processo de cúpula, diz respeito à correlação entre os superávits em conta corrente e políticas deliberadas de exportação de capitais. Em Gyeongju, os ministros das finanças se comprometem a permanecer vigilantes em relação a movimentos desordenados nas taxas de câmbio, com o objetivo de mitigar a volatilidade nos fluxos de capitais que afetam alguns países emergentes, mas não chegam ao ponto de definir uma relação apropriada entre as variáveis em questão (parágrafo 2º, item 5).

Na Declaração Final da Cúpula de Cannes (novembro de 2011), ao lado da recomendação de maior flexibilidade cambial e de censura a políticas de desvalorização competitiva, aparece, como novidade posi-

---

278 Ver Figura 2, Capítulo 6.

279 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010c, p. 37.

280 O ministro da Fazenda, Guido Mantega, declarou em junho, previamente à cúpula de Toronto, que "o problema não é o yuan, mas o dólar" ("Mantega: dólar fraco tem afetado economia brasileira". *O Estado de S. Paulo*, 2/6/2010; em <<http://economia.estadao.com.br/>>, acesso em 10/1/2011).

281 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010d, p. 3.

tiva, a recomendação de que os países superavitários reduzam o ritmo de acumulação de reservas cambiais (parágrafo 12), o que implica reconhecimento do papel das políticas de exportação de capitais para os desequilíbrios cambiais e comerciais. Trata-se de tema crucial para a compreensão do papel dos investidores soberanos no crescimento dos desequilíbrios globais. Seu equacionamento oferece, ainda, a possibilidade de um cenário alternativo ao da expansão desenfreada desses investidores, que não desapareceriam por completo, mas teriam sua principal fonte de financiamento – a aquisição de reservas internacionais pelos governos – substancialmente limitada. Sugerir o gradual abandono de políticas oficiais de exportação de capitais parece, no entanto, um passo distante para o G20 no momento, em virtude tanto dos possíveis efeitos sobre o financiamento do déficit norte-americano e da posição internacional do dólar, quanto da resistência a alterações no modelo de crescimento por parte da China e outras economias asiáticas, bem como de superavitários do mundo desenvolvido.

### 5.2.2. FMI

Em documento preparado pelos seus departamentos técnicos, o *staff* do FMI afirma que “as implicações dos fundos soberanos para a macroeconomia e a estabilidade financeira se encaixam integralmente no seu mandato de supervisão e garantia do funcionamento efetivo do sistema monetário internacional”.<sup>282</sup> Como exposto na subseção anterior, o Fundo presta suporte técnico na questão dos desequilíbrios globais ao G20, foro que assumiu primazia numa discussão que envolve algumas escolhas internas fundamentais de política econômica dos Estados. O papel do Fundo como secretariado do GTI-FRS é tratado no item 5.3.3.

---

<sup>282</sup> FMI, 2008, p. 17 (tradução livre). O FMI se refere especificamente aos FRS.

O artigo I (*Purposes*) do estatuto constitutivo do FMI<sup>283</sup> estabelece, entre outros, dois objetivos para a instituição de interesse direto para a problemática mais geral da acumulação de reservas e, subsidiariamente, para a questão dos investidores soberanos, em sua qualidade de mecanismos complementares de gestão de recursos em moeda estrangeira:

(ii) To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy.

(iii) to promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation.

No desempenho de seu mandato, o FMI avalia regularmente o impacto dos investidores soberanos sobre a gestão econômica e as vulnerabilidades de seus países membros, bem como sobre a estabilidade financeira internacional, ao afetarem “as condições globais de liquidez, preços de ativos e fluxos de capitais”.<sup>284</sup> As atividades dos investidores soberanos seriam relevantes, ainda, para o mandato do Fundo de fornecer assistência técnica e conselho aos países membros sobre questões monetárias, fiscais e de administração de risco contábil (*balance sheet risk management*), tendo em conta o impacto dos investidores soberanos na conta de capital tanto dos países que controlam essas entidades quanto dos países receptores.<sup>285</sup>

Descrita a competência do FMI com respeito aos investidores soberanos, passa-se a uma breve reflexão sobre as possibilidades e limites de atuação da instituição no tratamento do tema. Quando as reservas internacionais são o assunto, o centro das preocupações do FMI é sua função

---

283 *Articles of Agreement*. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.

284 FMI, 2008, p. 17.

285 *Ibidem*, pp. 17-18.

“prudencial”, isto é, o papel das reservas de cada país na prevenção de problemas agudos no balanço de pagamentos de seus membros, sobretudo no contexto da fragilidade da economia mundial nos últimos anos.

O vice-diretor-gerente do FMI, John Lipsky, considera o ritmo intenso de acumulação de reservas internacionais por alguns países na última década como um reflexo de dois aspectos deficientes do regime financeiro internacional, do qual o FMI foi originalmente concebido como peça central: (i) ausência de mecanismos automáticos de correção dos desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países membros, capazes de repartir o custo do ajuste internacional entre países superavitários e deficitários, ou de meios para induzir os países a adotar políticas internas compatíveis com um crescimento global equilibrado; (ii) insuficiência da “rede de segurança financeira” internacional, à qual caberia socorrer os países com problemas de liquidez.<sup>286</sup>

Na opinião de Lipsky, a falta de instrumentos apropriados para o cumprimento desse mandato é o fator que leva os países a buscar segurança na acumulação de reservas internacionais excedentes, tendência que poderia ser agravada em consequência dos temores de contágio resultantes da instabilidade econômica e financeira observada desde 2007, como apontado no excerto abaixo:

A clear risk of the current conjuncture is that many emerging market economy authorities and others could conclude from the recent crisis that new increases in reserve holdings are justified. There is little doubt that a simultaneous move to acquire new reserves would complicate the effort to restore strong and sustained global growth. Instead, borrowing from a global lender of last resort could provide a systemically efficient alternative to the current situation.<sup>287</sup>

A discussão sobre reforma do FMI e dos seus mecanismos de financiamento e socorro aos países excede o escopo do presente tra-

---

286 LIPSKY, 2010a; 2010b.

287 LIPSKY, 2010a.

balho. Pode-se criticar a posição do vice-diretor-gerente do FMI pela aparente presunção de que a acumulação adicional de recursos em moeda estrangeira pelos países membros da organização é sempre decorrência de uma preocupação acentuada com crises financeiras, caso em que um emprestador de última instância (*lender of last resort*) seria desincentivo bastante contra a acumulação de reservas internacionais pelos países membros.

A perspectiva exposta por Lipsky não contempla adequadamente a possibilidade de que os países decidam prosseguir na acumulação de reservas para outras finalidades, de natureza mercantilista (subvalorização cambial) ou estratégica, das quais se encarregam os investidores soberanos. A propensão para acumular divisas, nesse contexto, pode estender-se indefinidamente, até deparar-se com o esgotamento da tolerância dos países receptores de capitais de origem estatal,<sup>288</sup> o que poderia resultar não apenas em reforço da rede de segurança, mas também em medidas de controle de capitais, impostas unilateralmente ou negociadas no plano internacional.

### 5.3. Conduta dos investidores soberanos: o tema da transparência

Diante dos diferentes níveis de sensibilidade nos países à presença do capital estrangeiro estatal na economia como um todo ou em determinados setores, as iniciativas internacionais com respeito aos investidores soberanos tiveram, até o presente, enfoque minimalista. O objetivo é proporcionar aos países receptores condições de obter os elementos de informação necessários para julgar, segundo suas circunstâncias e políticas nacionais, a conveniência ou não de aquisições de ativos por investidores soberanos em seu território.

---

288 Como diz o próprio Lipsky, “there is nothing stopping countries from broadening their holdings of reserve assets” (LIPSKY, 2010b).

Nesse contexto, a ideia de transparência tem surgido como a solução possível numa primeira aproximação coordenada dos países ao tema dos investidores soberanos.<sup>289</sup> O principal defensor desse enfoque é Edwin Truman, do *Peterson Institute for International Economics*, que refinou, ao longo de vários trabalhos,<sup>290</sup> um índice de transparência e qualidade da governança para uma multiplicidade de investidores soberanos, inclusive aqueles oriundos dos países desenvolvidos e suas entidades subnacionais (caso sobretudo dos EUA).

Para Truman, ao menos do ponto de vista da “segurança econômica” dos EUA, o maior risco não é representado pelos investidores soberanos, mas pela imposição de barreiras ao movimento de capitais, que conduza a medidas semelhantes por parte de outros países, criando um ambiente internacional de protecionismo financeiro generalizado.<sup>291</sup>

Foram alcançados alguns resultados nos últimos anos em termos de aperfeiçoamento da governança e transparência dos investidores. Além da adoção de um conjunto de regras de conduta pelos próprios investidores, houve progresso de alguns investidores individuais, como a *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), que decidiram divulgar regularmente informações sobre sua estrutura, processo decisório, política de investimentos, distribuição geográfica dos ativos, entre outros dados, nos moldes dos relatórios trimestrais e anuais exigidos de companhias de capital aberto na maioria dos países.

Não se deve esquecer, no entanto, que mesmo instituições financeiras privadas nos países desenvolvidos são criticadas pela falta de transparência de suas operações, políticas de investimentos e remunerações, o que é fonte de instabilidade para os sistemas financeiros nacionais e o internacional. Isso justificaria um enfoque regulatório abrangente, em termos de transparência, para diversas plataformas

---

289 Philip Hildebrand, Presidente do Banco Nacional Suíço, comenta que “transparency is an attractive answer to intractable problems” (HILDEBRAND, 2007, p. 11).

290 TRUMAN, 2007a até 2010.

291 TRUMAN, 2007b, p. 8.

financeiras, que elevasse o nível geral de transparência e governança do sistema. Além disso, empresas privadas também podem ser colocadas a serviço de interesses estratégicos de seus Estados de origem, sobretudo quando são por estes subsidiadas.

### 5.3.1. O índice de governança (*scoreboard*) de Truman

Truman<sup>292</sup> promove o tema da transparência e de boas práticas de governança como um meio de contornar a complexidade do tema dos investidores soberanos, potencialmente tão diversos em seus objetivos e estratégias de investimentos quanto há governos patrocinadores dessas entidades ao redor do mundo. Diante do risco de generalização do protecionismo derivado de uma regulamentação extensiva do tema nos ordenamentos jurídicos nacionais, em que se estabelecessem critérios para determinar as situações em que os investidores soberanos são ou não bem-vindos, Truman opta por apenas aumentar o conhecimento sobre as operações dessa categoria de investidores e esperar que estes sejam induzidos, pela simples publicidade de suas práticas e eventuais riscos à reputação, a adotar melhores políticas de investimentos e mecanismos de governança.

O índice desenvolvido por Truman abrange as seguintes quatro áreas: (1) estrutura; (2) governança; (3) transparência e prestação de contas; e (4) comportamento. São avaliados 32 investidores soberanos em 28 países, com base em 25 perguntas no estilo “sim ou não” dentro das áreas indicadas, respondidas a partir de fontes de informações públicas disponíveis de forma contínua e sistemática, como sítios dos investidores na Internet e publicações do FMI e do Banco Mundial.<sup>293</sup>

Em matéria de estrutura, Truman pergunta sobre a publicidade conferida aos objetivos do investidor soberano, suas fontes de financiamento

---

292 Utiliza-se aqui o texto-base do exercício (TRUMAN, 2007a).

293 TRUMAN, 2007a, pp. 1-2.

(exportações de petróleo, superávits fiscais), uso subsequente do capital principal e dos rendimentos da entidade, relação do investidor com o orçamento nacional, tratamento fiscal, estratégias de investimento, mudanças de estrutura e relação com as reservas internacionais.<sup>294</sup>

Quanto à governança, Truman pergunta sobre o papel governamental na determinação de estratégias do investidor, a função de seu administrador na execução da estratégia de investimentos e a existência em domínio público de diretrizes de governança corporativa e ética empresarial.<sup>295</sup>

No campo da transparência e prestação de contas, o questionário inclui a publicação de relatórios anuais e/ou trimestrais de atividades e resultados, informações sobre o tamanho do investidor, sua rentabilidade, tipos e distribuição geográfica dos investimentos, informações sobre transações específicas, composição cambial dos investimentos e identificação dos intermediários financeiros aos quais são delegadas funções de comercialização de ativos (bancos e fundos de *hedge*, por exemplo), realização regular de auditorias independentes e sua publicidade.<sup>296</sup>

Apenas uma pergunta foi formulada sobre a questão do comportamento, na versão do questionário aqui apresentada, que se refere à publicação de informações sobre a “velocidade de ajustamento” do portfólio à luz de mudanças no mercado ou de desvios das metas financeiras dos investidores. Truman sugere que outras perguntas poderiam ser concebidas sob essa categoria, como a existência de informações sobre o uso de derivativos pelo investidor e a realização de consultas junto aos governos de países receptores antes da conclusão de uma transação de grande escala de investimento ou desinvestimento, com possível impacto sobre a estabilidade do mercado de capitais local.<sup>297</sup>

---

294 *Ibidem*, pp. 3-4.

295 *Ibidem*, pp. 4-5.

296 TRUMAN, 2007a, pp. 5-7.

297 *Ibidem*, pp. 7-8.



Entre os investidores internacionais (como apontado anteriormente, Truman inclui, em sua análise, fundos subnacionais da América do Norte), o GPFG da Noruega lidera a última versão da classificação de Truman.<sup>298</sup> O maior investidor soberano do mundo, a ADIA dos Emirados Árabes Unidos, registrou o pior desempenho no índice. Outros grandes investidores, como a GIC de Cingapura e a chinesa CIC, sequer ficaram entre os dez primeiros colocados. O Fundo Soberano do Brasil (FSB) não foi incluído na classificação de Truman.

O exercício proposto por Truman tem o mérito de conferir sentido concreto aos pedidos de maior transparência dirigidos aos investidores soberanos pelos países receptores, bem como por organizações internacionais, como o FMI. O seu efeito, contudo, não é necessariamente o de estimular qualquer ação específica nacional ou internacional, podendo, ao contrário induzir a certa atitude de complacência que se traduziria em atribuir importância exagerada a regras de transparência para o enfrentamento de desafios relacionados aos investidores soberanos, o que é objeto de aprofundamento adiante no trabalho.

### 5.3.2. Declaração Conjunta EUA – Fundos de Riqueza Soberana

Em 20 de março de 2008, o secretário do Tesouro dos EUA, Henry Paulson, e representantes da ADIA e da GIC de Cingapura divulgaram, em Washington, uma “declaração conjunta de princípios de política (*policy principles*) para os FRS e países receptores de seus investimentos”.<sup>299</sup> Negociado entre o principal país receptor e dois dos maiores investidores soberanos existentes, não por receptores e investidores em separado, o documento contém a essência da agenda que seria desenvolvida em pormenores no GTI-FRS e na OCDE.

---

298 TRUMAN, 2010, pp. 72-73.

299 EUA, 2008c.

A declaração sinaliza, ainda, a incorporação pelos EUA da agenda minimalista de transparência e governança, a despeito das polêmicas em torno de investimentos de origem soberana no país, e a continuidade da tradicional posição norte-americana de defesa da liberdade de movimento de capitais, enfoque que influenciou fortemente as iniciativas no âmbito do FMI e da OCDE com respeito ao tema.

Na primeira parte do texto, são dispostas as recomendações destinadas aos investidores soberanos. O comunicado conjunto estabelece que suas decisões de investimento devem ser baseadas apenas em razões comerciais, não em objetivos geopolíticos do governo controlador, garantia que deve ser declarada formalmente pelos fundos como parte de sua política básica de gestão de investimentos (parágrafo 1º). Quanto à transparência, as partes recomendam no documento maior abertura dos investidores no fornecimento de informações sobre seu propósito geral, objetivos de investimentos, arranjos institucionais, dados financeiros (alocação de ativos, metas, taxas de retorno), o que contribuiria para reduzir a incerteza nos mercados financeiros e construir confiança nos países receptores (parágrafo 2º). Os investidores soberanos são também estimulados a pôr em prática estruturas de governança, controles internos e sistemas operacionais e de avaliação de risco robustos (parágrafo 3º). A declaração afirma, ainda, que os investidores devem competir de forma justa com o setor privado e respeitar as regras aplicáveis do país receptor (parágrafos 4º e 5º).

A segunda parte do documento contém os princípios para os países receptores, como a não imposição de barreiras protecionistas aos capitais de portfólio ou IDE (parágrafo 1º), o estabelecimento de marcos legais previsíveis e transparentes para o ingresso de capitais (parágrafo 2º), não discriminação entre tipos de investidores em situações semelhantes (parágrafo 3º) e não interferência nas decisões de investimento das entidades, bem como proporcionalidade entre as restrições por motivo de segurança nacional e os riscos genuínos apresentados por cada transação (parágrafo 4º).

### 5.3.3. O FMI e o Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos de Riqueza Soberana

A segunda frente de atuação do FMI, ao lado dos desequilíbrios macroeconômicos, consiste no auxílio ao desenvolvimento de padrões de conduta para os investidores soberanos. A iniciativa original do Fundo, de elaboração de um código de conduta, foi mal recebida por alguns Estados patrocinadores, para os quais faltava na instituição a qualificação técnica necessária para lidar com temas de governança e transparência.<sup>300</sup> A solução conciliatória consistiu em atribuir ao Fundo, cujos esforços eram estimulados pelos países receptores,<sup>301</sup> papel reduzido de facilitador e secretariado do diálogo entre os países detentores de investidores soberanos.

Reunidos no Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos de Riqueza Soberana (GTI-FRS), esses países, representados em alguns casos por seus investidores soberanos, negociaram os “Princípios e Práticas Geralmente Aceitas – Princípios de Santiago” (GAPP, na sigla em inglês),<sup>302</sup> adotados em 11 de outubro de 2008 em reunião ministerial do grupo e apresentados em seguida ao Comitê Monetário e Financeiro Internacional (CMFI) do FMI.<sup>303</sup> Posteriormente, em 6 de abril de 2009, o grupo emitiu a Declaração do Kuwait, que criou o “Fórum Internacional sobre os Fundos de Riqueza Soberana”, de caráter permanente. Os textos aprovados evidenciam empenho dos investidores soberanos e seus Estados patrocinadores em contemplar superficialmente preocupações correntes nos países receptores, sem abrir mão de ampla margem de autonomia para decisões sobre políticas de investimento, governança e atuação em auxílio de políticas governamentais.

---

300 TRUMAN, 2010, p. 123.

301 McCORMICK, 2008.

302 *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices* (GTI-FRS, 2008 e Anexo II).

303 GTI-FRS, 2008, p. 1. Ver também TRUMAN, 2010, pp. 121-124. O CMFI é um órgão de nível ministerial, composto de 24 membros retirados do Conselho Executivo do Fundo, que assessoram o processo de tomada de decisão pelo órgão máximo do FMI, o Conselho de Governadores, integrado, por sua vez, pelos 187 membros da instituição.

Participaram da elaboração dos princípios de Santiago representantes dos seguintes países com investidores soberanos: Austrália, Azerbaijão, Bahrein, Botswana, Canadá (*Alberta Heritage Savings Trust Fund*), Catar, Chile, China, Cingapura, Coreia do Sul, Emirados Árabes Unidos, Estados Unidos (*Alaska Permanent Fund*), Guiné Equatorial, Irã, Irlanda, Kuaite, Líbia, México, Noruega, Nova Zelândia, Rússia, Timor Leste e Trinidad e Tobago. O grupo também foi acompanhado pelos seguintes observadores: Omã, Arábia Saudita (cujas reservas, inclusive aquelas investidas em ativos de maior risco, são administradas pela autoridade monetária, a *Saudi Arabian Monetary Agency – SAMA*), OCDE e Banco Mundial. Representante da Secretaria do Tesouro Nacional participou pelo Brasil das reuniões do GTI na qualidade de “observador de país receptor”, ao lado de representantes da Alemanha, África do Sul, Austrália, Canadá, Comissão Europeia, Espanha, Estados Unidos, França, Índia, Itália, Japão e Reino Unido, alguns dos quais atuaram simultaneamente na qualidade de “investidores” (Austrália, Canadá e Estados Unidos).<sup>304</sup>

Os países reunidos no GTI-FRS sublinham no preâmbulo do texto que os princípios negociados são subordinados a acordos internacionais, bem como a exigências legais e regulamentares de seus países. Afirmam, ainda, que os GAPP foram formulados de forma ampla o suficiente para que princípios e práticas possam ser acomodados em esquemas institucionais, constitucionais e legais existentes em vários países.<sup>305</sup>

São ao todo 24 princípios, divididos em “subprincípios”, que aplicam transversalmente o conceito de transparência a temas diversos, como os seguintes: implicações macroeconômicas; forma de financiamento dos fundos; estrutura e processo decisório; gestão de risco; investimentos por razões comerciais e não comerciais; exercício de direitos de acionista ou sócio (discussão sobre o conceito de investidor passivo); e informações sobre desempenho e rentabilidade dos fundos. Não con-

---

304 GTI-FRS, 2008, pp. 28-31.

305 *Ibidem*, pp. 5-6.

vém tratar individualmente de cada princípio, mas somente destacar três temas de maior interesse do ponto de vista político ou econômico, que seriam os investimentos não comerciais, os efeitos macroeconômicos e o tratamento da questão do investimento passivo. Observa-se, nos trechos selecionados, de forma geral, uma maior preocupação em satisfazer preocupações internas dos países de origem desses investidores do que em tranquilizar os receptores de seus investimentos.

Essa disposição é bem clara no Princípio 19, que trata do investimento eventualmente motivado por razão não comercial, o qual é reproduzido abaixo:

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

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

Em anexo ao texto do documento, foi divulgada seção com explicações e comentários sobre os GAPP. Quanto ao princípio 19, o GTI-FRS explica que alguns investidores soberanos podem excluir investimentos de seu portfólio por várias razões, inclusive sanções internacionais vinculantes e fatores sociais, éticos e religiosos, como fariam os fundos do Kuwait, Noruega e Nova Zelândia. Mais amplamente, continua o texto, alguns investidores podem incluir temas sociais, ambientais ou outros em suas políticas de investimentos, o que deverá ser publicado pelos fundos.<sup>306</sup>

O texto em si do Princípio 19, no entanto, permite interpretação mais ampla. Seriam legítimas as finalidades não comerciais de qualquer natureza, inclusive estratégicas, desde que lhes seja dada publicidade. Os investidores subordinam, ainda, a necessidade de buscar o máximo

---

306 GTI-FRS, 2008, p. 22.

de retorno financeiro ao teor de suas políticas de investimentos e a considerações econômicas, não exclusivamente financeiras, o que pode tanto significar vinculação a políticas públicas (preservação da poupança nacional para fins previdenciários, por exemplo), quanto indicar maior tolerância em relação a ativos que produzirão benefícios num prazo mais longo, como os investimentos em setores econômicos ou empresas que, a despeito de não produzirem retorno financeiro imediato, poderão gerar no futuro algum tipo de transferência de tecnologia.

Outro princípio exposto no documento que merece destaque é o Princípio 3, que diz respeito ao impacto macroeconômico dos investidores soberanos, copiado a seguir:

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

Na parte de explicações e comentários, o GTI-FRS observa que as operações dos investidores soberanos, muitas vezes criados com propósito macroeconômico, deveriam apoiar e ser consistentes com um “marco saudável de política macroeconômica”. Os investidores soberanos, conforme se afirma no documento, podem ter impacto significativo nas finanças públicas, condições monetárias, balanço de pagamentos e nas contas públicas em geral dos governos. Desse modo, operações dos fundos que tenham implicações macroeconômicas significativas (como as transações cambiais) deveriam ser executadas em coordenação ou consulta com as autoridades domésticas competentes.<sup>307</sup>

O mesmo padrão verificado no Princípio 19, sobre a aquisição de ativos por razões não comerciais, é evidente no Princípio 3. Aqui, o GTI-FRS contempla, na aparência, as preocupações dos países receptores de investimentos e deficitários na conta corrente do balanço de

---

307 GTI-FRS, 2008, p. 13.

pagamentos com as consequências macroeconômicas da sua atuação. Os parâmetros de avaliação dos efeitos macroeconômicos dos investidores soberanos não são, contudo, aqueles discutidos ou negociados no plano internacional (G20 ou FMI, por exemplo) ou resultantes da coordenação informal com as autoridades econômicas de outros países, mas as políticas internas definidas no processo decisório dos próprios Estados patrocinadores tendo em conta os efeitos sobre sua economia “doméstica”. O Princípio 3, no extremo, é compatível com a busca de elevados superávits em conta corrente pela via da depreciação cambial, evidentemente considerada pelos países superavitários como uma política responsável de redução da vulnerabilidade externa e preservação da competitividade exportadora.

Por último, a questão do exercício pelos investidores soberanos de seus direitos como acionistas ou proprietários, relevante para a discussão correlata do investimento passivo, é objeto do Princípio 21, abaixo reproduzido:

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

Embora politicamente conveniente, a demanda por postura passiva dos investidores soberanos suscita preocupações quanto à deterioração da qualidade da governança corporativa. Para alguns observadores, os investidores soberanos, ao abrirem mão de influência no processo decisório das empresas em que adquirem participação, violam sua “responsabilidade fiduciária” em relação aos beneficiários de seus fundos, em última análise os cidadãos e contribuintes de seus Estados de origem, e aos demais acionistas da própria empresa adqui-

rida. Podem contribuir, ainda, para agravar o desalinhamento entre os interesses dos administradores e dos proprietários das empresas (*agency problem*), na medida em que, ao contrário de outros investidores institucionais e individuais, evitem exercer pressão ostensiva sobre a direção executiva das empresas nas quais detêm investimentos.<sup>308</sup>

Cresce, desse modo, a percepção de que há também vantagens no exercício pelos investidores soberanos das prerrogativas decorrentes da sua condição de proprietários, desde que tais direitos sejam exercidos de forma transparente e com o objetivo de agregar valor aos negócios nos quais investem. Nessa visão, investidores soberanos explicitamente atuantes como acionistas, sócios ou proprietários das empresas são preferíveis a investidores que buscam formas ocultas de influência sobre as decisões dos negócios por eles adquiridos, o que provavelmente ocorreria em prejuízo dos demais acionistas.<sup>309</sup>

No mesmo sentido, o GTI-FRS informa, no anexo explicativo, que o exercício dos direitos mencionados é considerado importante por alguns investidores soberanos, devido a sua qualidade de “investidores pacientes”, interessados nas perspectivas de longo prazo de valorização de seus ativos. O GTI acrescenta que alguns investidores soberanos consideram o exercício dos direitos de proprietário ou acionista uma contribuição importante para o afeiçoamento da governança corporativa e da alocação de recursos pelas empresas nas quais investem. Para afastar preocupações sobre objetivos potencialmente não comerciais, o GTI recomenda que os investidores declarem publicamente e *ex ante* se e como os direitos de acionista ou proprietário serão exercidos, com indicações sobre sua política de voto e de representação nos conselhos de administração das companhias. O GTI propõe, por fim, que os diretores nomeados por investidores desempenhem sua

---

308 ROZANOV, 2009, p. 17.

309 NUGÉE, 2009, p. 9. Ainda sobre esse ponto, vale reproduzir o comentário de Cohen e DeLong, que realçam os riscos econômicos para os investidores soberanos de um excessivo distanciamento da gestão das empresas: “Ownership without control leads to loss by theft as those with control figure out some way to tunnel the valuable assets out into some other privately held vehicle, leaving those who held the shares but did not sit on the board or choose the executives with nothing but an empty, overly indebted shell” (COHEN e DeLONG, 2010, p. 88).



“responsabilidade fiduciária” nos conselhos das empresas, que implica defesa do interesse coletivo de todos os acionistas ou sócios (além dos seus ou aqueles de seus Estados patrocinadores).<sup>310</sup>

Os investidores soberanos reunidos no GTI-FRS adotaram posteriormente, em abril de 2009, a “Declaração do Kuaite sobre o Estabelecimento de um Fórum Internacional de Fundos de Riqueza Soberana”.<sup>311</sup> O objetivo era dar seguimento e permanência ao grupo e aos Princípios de Santiago, por meio, entre outros, de intercâmbio de informações sobre tendências capazes de afetar as atividades dos FRS; compartilhamento de pontos de vista sobre questões operacionais, técnicas e outras, ligadas à implementação dos Princípios de Santiago; e estímulo à cooperação com países receptores de investimentos, organizações internacionais relevantes e operadores dos mercados de capitais para identificar riscos potenciais aos investimentos transfronteiriços e fomentar um ambiente não discriminatório, construtivo e mutuamente benéfico para os investimentos (Artigo “A”).

O mandato do Fórum (Artigo “B”) consiste em apoiar as quatro prioridades básicas por trás dos Princípios de Santiago, que seriam oferecer contribuição para um sistema financeiro internacional estável e para a livre movimentação de capitais e investimentos; o cumprimento das exigências regulatórias e obrigações de transparência dos países receptores; promover investimentos com base em considerações de risco-retorno financeiro e econômico; e a implantação de uma estrutura transparente e saudável de governança, com mecanismos adequados de controle operacional, gestão de risco e prestação de contas.

Os membros do Fórum são aqueles que participaram do GTI-FRS e endossaram os Princípios de Santiago.<sup>312</sup> O grupo, segundo a Declaração, está aberto a novos membros que adotem os Princípios de Santiago

---

310 GTI-FRS, 2008, p. 23.

311 *Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds* (GTI-FRS, 2009).

312 O sítio do Fórum na Internet é <<http://www.ifswf.org/index.htm>>.

e se enquadrem na sua definição de FRS.<sup>313</sup> O Fórum Internacional de FRS reuniu-se duas vezes desde sua criação, em Baku (outubro de 2009) e Sidney (maio de 2010). Nessas ocasiões, os FRS participantes, além de reafirmar seus compromissos de transparência e prestação de contas, exortaram os países receptores a aperfeiçoar os seus regimes legais e regulatórios sobre investimentos, de modo a torná-los mais transparentes e não discriminatórios. Os membros resistem, todavia, a assumir compromissos adicionais de transparência e publicação de informações, com receio de que outros investidores se antecipem a seus movimentos no mercado, prática conhecida como *front-running*.<sup>314</sup> O Brasil, até o presente, não integra o grupo, tema que, em meio a outros atinentes à situação brasileira, será tratado nos Capítulos 6 e 7.

#### **5.3.4. Progresso de investidores soberanos individuais em matéria de transparência**

As pressões dos países receptores por maior transparência dos investidores soberanos, associadas aos resultados alcançados no plano internacional, ainda que não vinculantes, produziram alguns resultados no biênio 2009/2010. São destacados nesta subseção os casos de investidores soberanos da China e Abu Dhabi (Emirados Árabes Unidos), países respectivamente com o maior volume mundial de reservas internacionais e o maior investidor soberano por valor de ativos sob gestão, que nos últimos dois anos publicaram relatórios anuais de suas atividades.<sup>315</sup>

A *China Investment Corporation* (CIC) publicou o primeiro relatório anual em julho de 2009, relativo a 2008, e um segundo relatório

---

313 Ver Capítulo 1 (1.1).

314 TRUMAN, 2010, p. 138.

315 Registre-se que outro importante investidor soberano, a *Government Investment Corporation* (GIC), de Cingapura, também publica relatório anual desde 2009. Disponível em <[www.gic.com.sg](http://www.gic.com.sg)>.

anual em julho de 2010, relativo a 2009.<sup>316</sup> A CIC se define como uma empresa financeira e declara não pretender o controle das companhias ou setores nos quais investe.

O relatório de 2009 se refere às seguintes classes de ativos possuídas pela instituição: ações, renda fixa, depósitos em dinheiro (*cash funds*) e produtos alternativos (derivativos, fundos de *hedge* e *private equity*, por exemplo).<sup>317</sup> O relatório também menciona “participações diretas concentradas”, que correspondem a 23% do portfólio e constituiriam as posições “estratégicas” do fundo chinês.<sup>318</sup> A Europa e a América do Norte respondiam, em 31 de dezembro de 2009, por 64,4% do portfólio de ações da CIC, contra 28,4% investidos na Ásia-Pacífico, 6,3% na América Latina e 0,9% na África.<sup>319</sup>

Além do relatório anual, a CIC informou a *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos EUA, em fevereiro de 2010, sobre o seu portfólio de ações nos EUA, inclusive *American Depositary Receipts* (ADRs) de empresas estrangeiras listadas nos mercados acionários norte-americanos. No relatório submetido à agência norte-americana, a CIC aparece como titular de US\$ 498 milhões em ADRs da mineradora brasileira Vale.<sup>320</sup>

Em março de 2010, a *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), publicou pela primeira vez um relatório anual de suas atividades, relativo ao ano de 2009.<sup>321</sup> A ADIA declara que suas decisões de investimento são baseadas exclusivamente no “objetivo econômico de gerar retorno financeiro sustentável no longo prazo” e que “não busca a gestão direta das companhias nas quais investe”. A instituição esclarece, ainda, que seu programa de investimentos é executado de forma independente

---

316 CIC, 2009; 2010.

317 CIC, 2010, p. 28.

318 *Ibidem*, p. 34; MONK, 2010.

319 CIC, 2010, p. 35.

320 Ver “CIC Report for the Calendar Year 2009”. Disponível em <[www.sec.gov](http://www.sec.gov)> (acesso em 11/2/2010). Ver também “CIC Offers a Glimpse into U.S. Holdings”, *WSJ*, 9/2/2010. Em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 9/2/2010). A exigência (chamada “Formulário 13”) se aplicaria a investidores institucionais com mais de US\$ 100 milhões em ativos administrados nos EUA (<[www.sec.gov](http://www.sec.gov)>, acesso em 14/1/2011).

321 ADIA, 2010.

do governo e que seus ativos não são considerados na contabilidade das reservas internacionais do Emirado.<sup>322</sup>

A distribuição dos recursos, 80% dos quais são administrados por intermediários financeiros externos, é realizada dentro de limites máximo e mínimo para cada classe de ativos, com destaque para ações de países desenvolvidos (35%-45%), ações de países emergentes (10%-20%) e obrigações governamentais (10%-20%). Quanto à distribuição geográfica, a prioridade é a América do Norte (35%-50%), seguida da Europa (25%-35%), países desenvolvidos da Ásia (10%-20%), mercados emergentes (15%-25%), estes últimos não discriminados por região.<sup>323</sup> A ADIA não presta informações sobre montante de investimentos em países específicos. Em mapa no início do documento, são indicados, no entanto, os países onde a ADIA mantém investimentos, o que inclui o Brasil e outros países da América do Sul.<sup>324</sup>

Os números apresentados da CIC e da ADIA, sobre a distribuição geográfica de seus investimentos, evidenciam preferência clara por ativos nas economias desenvolvidas, a indicar que os investidores soberanos ainda estão distantes de corrigir o “*major currencies bias*” mencionado no Capítulo 3. Quanto à qualidade das informações, observe-se que os relatórios não identificam precisamente operações específicas (apenas de forma exemplificativa no da CIC)<sup>325</sup> ou intermediários financeiros, itens que constam, por exemplo, do índice de Truman (seção 5.3.1). O cruzamento entre os relatórios dos investidores, à medida que forem publicados, e relatórios demandados por autoridades regulatórias dos países receptores, como a SEC dos EUA, poderá aumentar de modo substancial a qualidade das informações sobre a atividade dos investidores soberanos, em benefício de mercados financeiros nacionais e do sistema financeiro internacional.

---

322 *Ibidem*, p. 3.

323 *Ibidem*, p. 11.

324 *Ibidem*, p. 2.

325 A CIC (2010, pp. 36-38) incluiu em seu último relatório menção a alguns “investimentos diretos selecionados”, em especial investimento de US\$ 1,58 bilhão na *AES Corporation* (15% de participação acionária), empresa fornecedora de energia com presença global. O investimento foi aprovado pelo CFIUS e pela Comissão Regulatória Federal de Energia (FERC).

#### 5.4. Conduta dos países receptores: o trabalho da OCDE

Negociada em paralelo aos Princípios de Santiago, foi aprovada, em 5 de junho de 2008, pelo Conselho Ministerial da OCDE, a partir de iniciativa dos ministros das Finanças do G7 e de outros membros da organização, uma “Declaração sobre Fundos de Riqueza Soberana e Políticas dos Países Receptores” (doravante “Declaração”).<sup>326</sup> A Declaração foi complementada pelas “Diretrizes para as Políticas de Investimentos dos Países Receptores relacionadas à Segurança Nacional” (“Diretrizes”),<sup>327</sup> ambas apresentadas ao CMFI pelo secretário-geral da OCDE em 11 de outubro de 2008, mesma data em que o CMFI tomou conhecimento dos Princípios de Santiago.

As negociações em torno desses documentos, que têm natureza não vinculante, foram conduzidas pelo Comitê de Investimentos da OCDE, como parte do projeto “Liberdade de Investimentos, Segurança Nacional e Indústrias Estratégicas”. Em abril de 2008, antes da “Declaração” e das “Diretrizes”, os trinta membros da OCDE, mais dez países não membros que aderiram à “Declaração da OCDE sobre Investimento Internacional e Empresas Multinacionais” (Argentina, Brasil, Chile, Egito, Eslovênia, Estônia, Israel, Letônia, Lituânia e Romênia), publicaram relatório sobre o tema dos investidores soberanos e políticas dos países receptores,<sup>328</sup> do qual podem ser extraídas algumas considerações preliminares sobre o enfoque da organização e os objetivos do exercício negociador, caracterizado no relatório como “independente, porém complementar aos esforços em andamento no FMI para desenvolver melhores práticas voluntárias para os investidores soberanos”.<sup>329</sup>

326 *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies* (OCDE, 2008b e Anexo II).

327 *OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security* (OCDE, 2008c e Anexo II).

328 OCDE, 2008a. O Chile assinou acordo de adesão para tornar-se o 31º membro da OCDE em 11 de janeiro de 2011 (“Chile signs up as first OECD member in South America”; nota à imprensa da OCDE de 11/1/2010, em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>, acesso em 11/1/2011). A Rússia também participou de todas as discussões e África do Sul, China, Índia e Indonésia participaram de uma ou mais reuniões (p. 2).

329 A posição brasileira no processo é abordada no Capítulo 6 (6.5).

Em primeiro lugar, a exemplo dos Princípios de Santiago, o exercício da OCDE diz cobrir apenas entidades definidas como FRS, havendo sido rejeitada proposta de que fossem incluídos “outros investidores controlados por governos”.<sup>330</sup> Trata-se de aspecto criticável do tratamento do tema tanto pela OCDE quanto pelo FMI, não só do ponto de vista conceitual, por existir grande número de entidades que não são fundos soberanos, mas que se comportam de modo idêntico a essa categoria de investidores em várias situações, inclusive bancos centrais e empresas estatais tradicionais, mas também do ponto de vista legal e regulatório, devendo o espírito das normas adotadas pelos países receptores ser o de controlar o investimento governamental estrangeiro em ativos estratégicos localizados em seu território, não somente aqueles realizados por figuras institucionais que poderiam ser dissimuladas para contornar a aplicação das leis e regulamentos.

O segundo aspecto do documento que merece comentário é a profissão de fé da OCDE nos benefícios da liberdade do movimento de capitais.<sup>331</sup> Embora, de certa forma, constitua a própria razão de ser da organização, a reiteração não qualificada do princípio deixa a organização vinculada a um paradigma dos anos 1990 que é questionado de forma cada vez mais contundente no meio acadêmico<sup>332</sup> e nas IFIs, em particular no FMI, cujo corpo técnico publicou estudos recentes em que admite, sob determinadas circunstâncias, a utilidade da imposição de controles sobre o ingresso de capitais por razões macroeconômicas.<sup>333</sup> Uma discussão aprofundada desse tema fugiria ao escopo do trabalho. O importante a reter da postura da OCDE é que o impacto macroeconômico potencialmente negativo dos fluxos de capitais conduzidos

---

330 Telegrama nº 442, expedido pela Embaixada em Londres, em 28/04/2008, parágrafo 2.

331 OCDE, 2008a, p. 2.

332 Por exemplo, RODRIK (1999), BHAGWATI (2004), STIGLITZ (2002), GRABEL e CHANG (2010).

333 FMI, 2010a; 2010b. Os economistas do FMI, instituição tradicionalmente associada à defesa da livre movimentação de capitais, não obstante a ausência de dispositivo nesse sentido nos seus *Articles of Agreement*, admitem nos documentos a conveniência de mecanismos de controle de capitais, sob determinadas condições (atividade econômica próxima do pleno emprego, montante adequado de reservas, câmbio sem evidência de subvalorização e aumento súbito do ingresso de capitais). Os economistas do FMI consideram em seu estudo apenas as justificativas econômicas para controles de capitais.

por investidores soberanos não parece figurar entre as prioridades da organização do ponto de vista negociador.

O terceiro e último aspecto geral digno de nota refletido nos documentos da OCDE é o foco restrito na questão da segurança nacional, como causa legítima de restrição aos capitais dos investidores soberanos. O *narrow focus* é uma diretriz explícita do Projeto “Liberdade de Investimentos”, segundo a qual “investment restrictions should be narrowly focused on concerns related to national security”, muito embora, em outra diretriz, os participantes do projeto reconheçam que “essential security concerns are self-judging”, isto é, cada país tem o direito de determinar o que é necessário para proteger sua segurança nacional, em consonância com as orientações da OCDE em matéria de investimentos.<sup>334</sup>

#### 5.4.1. Aspectos fundamentais do *acquis* da OCDE: Código de Liberalização de Movimentos de Capitais (1961) e Declaração sobre Investimento Internacional e Empresas Multinacionais (1976[2000])<sup>335</sup>

Os documentos da OCDE apontados no título estabelecem, como princípios de conduta dos membros da OCDE a não discriminação, a transparência, a liberalização unilateral e progressiva e o *standstill*.<sup>336</sup>

Pelo princípio da não discriminação, o Estado receptor deve conferir, em situações semelhantes, igual tratamento a investidores estrangeiros de países diferentes. Embora aplicável de forma obrigatória apenas entre membros da organização, estes são estimulados a estender o princípio aos demais membros do FMI.<sup>337</sup>

334 OCDE, 2008a, p. 5.

335 *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* (OCDE, 2010b) e a *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises* (OCDE, 2000).

336 OCDE, 2008a, p. 3.

337 Artigo 9º do Código de 1961, que não contém o princípio do tratamento nacional, incluído na Declaração sobre Multinacionais revisada em 2000 (parágrafo II). Ver também artigo 1º (d) do Código de 1961.

O segundo princípio, transparência, obriga aqueles que adotaram os documentos da OCDE a prestar informações abrangentes e de modo acessível sobre restrições ao investimento estrangeiro em suas jurisdições.<sup>338</sup>

O princípio da liberalização unilateral progressiva determina que os membros eliminem gradualmente restrições nacionais à livre circulação do capital e o façam sem exigir contrapartida de seus parceiros (*avoidance of reciprocity*), no entendimento de que os principais beneficiários de medidas de liberalização financeira são os próprios países que as promovem.<sup>339</sup> Esse princípio vai de encontro à “liberalização progressiva” negociada ou recíproca, a qual é consagrada no Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (GATS) da OMC, instrumento que toca no tema dos investimentos na modalidade de presença comercial.<sup>340</sup> Finalmente, pelo princípio do *standstill*, os membros se comprometem a não introduzir novas restrições ao livre movimento de capitais.<sup>341</sup>

#### **5.4.2. A Declaração sobre Fundos de Riqueza Soberana e Políticas dos Países Receptores**

A Declaração adotada pelo Conselho Ministerial da OCDE, reunido em 4 e 5 de junho de 2008, em Paris, confirma as observações gerais sobre o relatório adotado pelo Comitê de Investimentos em abril daquele ano.

Os ministros da OCDE declaram, inicialmente, que os investidores soberanos prestam contribuição positiva ao desenvolvimento econômico dos países de origem e dos “anfitriões” de seus investimentos, bem como à estabilidade financeira global, tendo atuado até aquele

---

338 Artigo 11 do Código e parágrafo IV da Declaração.

339 OCDE, 2008a, p. 3. Ver também artigo 1º, *caput*, do Código de 1961.

340 Parte IV, artigo XIX; artigo I, 2-c (OMC, 1994).

341 OCDE, 2008a, p. 3, bem como artigo 1º, letra “e” do Código de 1961.



momento como investidores confiáveis, de longo prazo e motivados por razões comerciais.<sup>342</sup> Conforme mencionado antes, o ponto central da Declaração é o *narrow focus* no tema da segurança nacional, evidente no parágrafo reproduzido abaixo:

[Ministers of OECD countries] Recognised that if SWF investments were motivated by political rather than commercial objectives, they could be a source of concern, and that *legitimate national security concerns* could arise.<sup>343</sup>

O texto estabelece distinção entre “preocupações causadas por decisões de investimento baseadas em objetivos políticos” e “legítimas preocupações de segurança nacional”. A primeira categoria de preocupações deve ser objeto de encaminhamento político por parte de investidores soberanos e Estados receptores. Os ministros elogiam na Declaração as medidas de construção de confiança desenvolvidas por investidores, seus Estados patrocinadores e Estados receptores, como avanços em matéria de transparência e governança.<sup>344</sup> Apenas a segunda categoria de preocupações, contudo, poderia ser invocada como causa legítima para a imposição de barreira a capitais de origem estatal.

Essa interpretação é confirmada pelo teor do último parágrafo da Declaração, no qual os ministros da OCDE especificam os princípios de política para os países receptores de investimentos de natureza soberana. Além dos princípios do *standstill* e da não discriminação, é mencionado o princípio do “último recurso” (*last resort*), pelo qual restrições adicionais a investimentos em países receptores deveriam ser consideradas apenas quando “políticas de aplicação geral” a investidores externos e internos (defesa da concorrência, regulamentação do mercado de capitais, por exemplo) são inadequadas para enfrentar

---

342 OCDE, 2008b (parágrafo 1°).

343 *Ibidem*, 2° parágrafo.

344 *Ibidem*, 3° e 4° parágrafos.

“preocupações legítimas de segurança nacional”,<sup>345</sup> Constam do mesmo parágrafo critérios a serem seguidos na formulação de salvaguardas em matéria de investimentos pelos países receptores, os quais atestam novamente o foco exclusivo nos assuntos de segurança nacional, conforme se pode observar no trecho reproduzido abaixo:

Where such *national security concerns do arise*, investment safeguards by recipient countries should be: transparent and predictable; proportional to *clearly-identified national security risks*, and subject to accountability in their application.<sup>346</sup>

Considerando o caráter não vinculante da Declaração, sempre resta aos países a possibilidade de adoção de definição ampla de segurança nacional em seus marcos normativos nacionais e de definição de outros critérios de legitimação de medidas na área de investimentos. A legislação norte-americana, objeto de exame no Capítulo 4, oferece exemplo de foco na segurança nacional, devidamente compensado por definição imprecisa de conceitos como infraestrutura e tecnologias críticas. Mesmo nos EUA, contudo, a legislação recebeu críticas pela ênfase exclusiva na segurança nacional, influente na perspectiva da OCDE, por não contemplar o conjunto de questões suscitado pelo desenvolvimento dos investidores soberanos e o crescente investimento externo de firmas estatais.<sup>347</sup>

### **5.4.3. As Diretrizes para as Políticas de Investimentos dos Países Receptores relacionadas à Segurança Nacional**

As Diretrizes da OCDE desenvolvem os princípios presentes na Declaração (parágrafo 8º), como não discriminação, transparência e

---

<sup>345</sup> OCDE, 2008b, parágrafo 8º. Ver também OCDE, 2008a, p. 5.

<sup>346</sup> Parágrafo 8º da Declaração, subparágrafo 3º.

<sup>347</sup> SETSER, 2008, p. 40.

previsibilidade, proporcionalidade regulatória e prestação de contas. Observa-se, de forma geral, influência nítida da legislação dos EUA sobre as Diretrizes, assim como ocorrera na Declaração, conforme se verifica a seguir.

As Diretrizes contêm orientações específicas para os países no tocante à transparência das práticas regulatórias dos governos. Ao lado das questões usuais relacionadas à publicidade dos atos governamentais e consulta em processos regulatórios, a OCDE recomenda aos receptores de investimentos que os procedimentos de revisão de investimentos estrangeiros sejam “justos e previsíveis”, com respeito rígido a prazos, proteção a informações comerciais sensíveis e possibilidade de aprovação de transações por decurso de tempo, quando a autoridade regulatória não toma as medidas adequadas nos prazos estabelecidos. Encontram-se nessa recomendação vestígios dos prazos rígidos nas etapas de revisão dos investimentos estrangeiros pelo CFIUS (subseção 4.3.1).<sup>348</sup>

O princípio da proporcionalidade regulatória, além abranger noções tratadas anteriormente, como *narrow focus*, *last resort* e o caráter *self-judging* das preocupações de segurança nacional, incorpora orientações sobre “capacitação técnica adequada” (*appropriate expertise*) e “respostas sob medida” (*tailored responses*). A primeira diz respeito à conveniência de que medidas na área de investimentos se beneficiem de conhecimento especializado em segurança nacional e de condições adequadas para a análise do impacto econômico das ações regulatórias. A segunda se refere à noção de que as restrições a investimentos ou condições à realização de transações particulares devem ser adequadas aos riscos específicos à segurança nacional e evitadas se existirem outros instrumentos regulatórios apropriados (defesa da concorrência, por exemplo).<sup>349</sup> Sem mencionar a legislação norte-americana, as Diretrizes recomendam a introdução nos ordenamentos nacionais de

<sup>348</sup> OCDE, 2008c (*Transparency and predictability*).

<sup>349</sup> *Ibidem* (*Regulatory proportionality*).

mecanismos similares aos “acordos de mitigação”, que dariam encaminhamento a preocupações de segurança, sem bloquear investimentos. A questão da *appropriate expertise* é igualmente inspirada no processo interagencial norte-americano, que inclui a participação de agências de inteligência, estrutura dificilmente replicável em outros países.

O princípio da prestação de contas diz respeito à necessidade de mecanismos administrativos, políticos e judiciais de controle dos processos internos e agentes responsáveis pela análise dos investimentos estrangeiros com implicações para a segurança nacional. Inclui, ainda, a participação dos países em mecanismos internacionais de prestação de contas, como os processos de *peer review* da própria OCDE, que contribuiriam para dissuadir pressões internas em favor de políticas discriminatórias e restritivas em relação aos investimentos estrangeiros. É proposto nas “Diretrizes”, ainda, que as decisões de limitação aos investimentos estrangeiros sejam tomadas em alto nível político (chefes de Estado ou ministros).<sup>350</sup> Trata-se, nesse último caso, de evidente transposição, para as Diretrizes, da legislação dos EUA, que atribuiu ao presidente norte-americano a prerrogativa exclusiva de bloquear aquisições por estrangeiros no país. A percepção da influência dos EUA no texto é acentuada pelo reconhecimento nas Diretrizes de que a autoridade dos tribunais para examinar ou anular decisões executivas relacionadas à segurança nacional é limitada segundo a “alocação de autoridade sobre assuntos de segurança nacional em algumas constituições nacionais”.<sup>351</sup> O FINSA 2007 exclui a decisão presidencial de proibir ou suspender investimentos estrangeiros da possibilidade de revisão judicial (subseção 4.3.1).

---

<sup>350</sup> OCDE, 2008c (*Accountability*).

<sup>351</sup> *Ibid.*

## 5.5. Considerações finais

A emergência dos investidores soberanos como atores econômicos de importância sistêmica apresenta desafios em várias dimensões, aos Estados individualmente e ao sistema internacional.

O empenho pela redução dos desequilíbrios globais não é motivado apenas, sequer principalmente, pela preocupação com os investidores soberanos, mas o seu êxito teria impacto não desprezível sobre o futuro dessas entidades. Apesar dos avanços alcançados no G20 e no FMI quanto ao reconhecimento do problema, as decisões de política econômica necessárias para corrigi-lo têm incidência profunda nos modelos de crescimento dos países e enfrentam, por conseguinte, resistências políticas internas, tanto nos países superavitários quanto nos deficitários, que se refletem no processo negociador internacional.

O outro tema principal deste Capítulo é a conduta dos investidores soberanos, especialmente a transparência de suas atividades, para alguns uma panaceia para o problema dos investimentos estatais baseados em razões não comerciais. Trata-se de uma solução processual, insuficiente, porém a única possível até o momento no plano internacional, diante das dúvidas que ainda cercam as atividades dos investidores soberanos e da preocupação com consequências não pretendidas de ações substantivas sobre os fluxos de capitais de origem soberana, como a generalização do protecionismo financeiro. O receio de causar danos aos movimentos de capitais exerce influência decisiva nos documentos negociados na OCDE relativos às posturas dos Estados anfitriões de investimentos soberanos.

Nos dois Capítulos finais, vários desses temas são retomados a partir da perspectiva do Brasil como receptor de capitais de investidores soberanos e como controlador de um fundo próprio, o FSB.



## Capítulo 6

# O Brasil como receptor de investimentos soberanos

### 6.1. Considerações iniciais

Em função da acumulação expressiva de reservas internacionais a partir de meados da primeira década deste século, o debate em torno dos investidores soberanos no Brasil concentrou-se, nos últimos anos, na conveniência de criação de um fundo próprio pelo governo brasileiro, o que de fato aconteceu em 2008.

O Brasil, entretanto, também é receptor de capitais de entidades estatais estrangeiras, havendo confirmação de aquisição de ativos no País em setores como petróleo, mineração, siderurgia e infraestrutura, além de interesse recente pelo setor financeiro. Os investidores soberanos igualmente adquirem posições vinculadas à economia brasileira por meio de intermediários financeiros no exterior, cujo portfólio é composto por ativos em mercados emergentes.<sup>352</sup>

As elevadas taxas de crescimento da economia brasileira na última meia década, associadas a oportunidades de investimentos progra-

---

<sup>352</sup> Ver FREITAS, 2009, p. 135.

madras para a segunda década do século, deverão despertar interesse de investidores soberanos pelo Brasil no curto e no médio prazos.

Ao mesmo tempo em que exhibe conjuntura e perspectivas positivas, assim como um nível de reservas confortável para o enfrentamento de choques externos, o Brasil é um país que absorve poupança do exterior para financiar o seu desenvolvimento, em razão de um moderado porém persistente déficit em transações correntes.

Este Capítulo tem vários objetivos. Inicialmente, faz-se uma análise, ainda que breve, da questão do investimento estrangeiro no Brasil desde o pós-guerra, mesclando a discussão das correntes intelectuais com posturas históricas do Governo. Em seguida, passando à temática específica dos investidores soberanos, avaliam-se a dimensão de sua presença no Brasil e os instrumentos legais e regulatórios à disposição do Governo brasileiro para lidar com o desafio representado por essa emergente categoria de investidores, com a sugestão de mudanças no marco normativo nacional sobre o investimento estrangeiro. Por último, são apresentadas considerações sobre a postura internacional do Brasil como receptor desses investimentos, sob a forma de propostas nas esferas dos relacionamentos bilaterais do País e da participação brasileira em foros econômico-financeiros multilaterais.

## **6.2. O investimento estrangeiro no desenvolvimento brasileiro desde o pós-guerra**

O que se pretende nos parágrafos abaixo não é tanto efetuar análise econômica do impacto do investimento estrangeiro, mas realçar a preocupação estratégica que sempre cercou a discussão pública sobre o tema, inclusive as posturas governamentais, bem como a evolução das funções e formas do capital estrangeiro no desenvolvimento brasileiro, alcançando o momento atual de emergência dos investidores soberanos.



O capital estrangeiro é um dos pontos centrais de discórdia no debate econômico brasileiro desde o pós-guerra. Como afirma Ricardo Bielchowsky, “a questão do investimento estrangeiro foi, politicamente, o mais explosivo dos temas associados ao debate desenvolvimentista brasileiro (...) constituiu uma questão correlata à dos investimentos estatais, já que era frequentemente abordada com vistas à escolha política entre os dois únicos agentes capazes de empreendimentos que implicavam vultosas somas de capital: o Estado e o capital estrangeiro”.<sup>353</sup>

Fator que historicamente tem contribuído para o acirramento da polêmica é o choque entre as necessidades de financiamento externo da economia brasileira no curto prazo, resultantes da situação do balanço de pagamentos, e a busca de um “modelo de desenvolvimento” de longo prazo com maior autonomia, não em isolamento, mas engajado de forma vantajosa na economia internacional.

Do ponto de vista das contas externas, os frequentes déficits na conta corrente do balanço de pagamentos desde o pós-guerra (Figura 2), bastante agudos entre meados da década de 1970 e início da de 1980, bem como no final dos anos 1990 e início dos 2000, impunham correspondência na entrada líquida de capitais, em quantidade suficiente para financiar os déficits, preferencialmente sob a forma de investimentos, de modo a evitar o endividamento externo pela via dos empréstimos. Contrariamente à escassez de divisas verificada em períodos anteriores, o Brasil recebe atualmente grande quantidade de investimentos e possui volume significativo de reservas internacionais (US\$ 352 bilhões em 30 de dezembro de 2011),<sup>354</sup> importante fator de redução da vulnerabilidade externa.

No presente, a conta corrente voltou a ser moderadamente deficitária, após um período de pequenos superávits entre 2003 e 2007, conforme se pode observar na figura (também consultados dados do IPEA que lhe servem de base). Considerado o montante de reservas in-

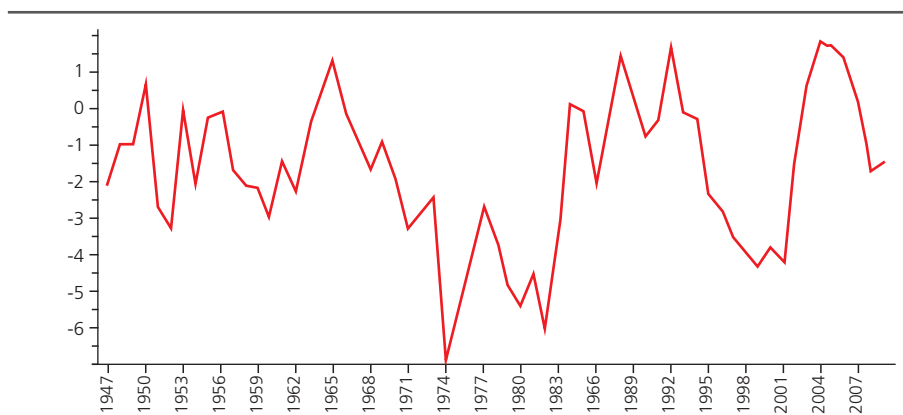
---

353 BIELCHOWSKY, 1988, p. 63.

354 Fonte: Banco Central do Brasil.

ternacionais (além de outros indicadores que influenciam a disposição de investir num país, como a taxa de crescimento),<sup>355</sup> não se configura propriamente quadro de dependência dos investimentos estrangeiros, mas de conveniência de sua atração, uma vez que empréstimos significam aumento da dívida externa e resgates das reservas internacionais costumam ser associados a conjunturas negativas de dificuldade na obtenção de financiamento externo. Quanto aos investidores soberanos, o Brasil possivelmente receberia seus capitais ainda que tivesse superávit em conta corrente. O que o saldo negativo na conta corrente implica é a circunstância adicional de que os déficits devam ser financiados por investimentos estrangeiros, entre os quais aqueles oriundos de investidores soberanos.

**Figura 2**  
Saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (1947-2009)  
% PIB



◆ IPEADATA  
Transações correntes - últimos 12 meses

<http://www.ipeadata.gov.br>

Gráfico gerado pelo próprio sítio do IPEA (<[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>), em 25/9/2010. Tabela com os dados para cada ano do período também pode ser extraída no sítio da instituição.

355 Lista detalhada desses fatores pode ser encontrada em SCHENKEL (2008, pp. 157-161).

Com respeito à discussão sobre modelos de desenvolvimento, a disputa nas primeiras décadas do pós-guerra entre, de um lado, “neoliberais” e “desenvolvimentistas não nacionalistas”, defensores da contribuição do capital estrangeiro ao desenvolvimento, e, de outro lado, seus adversários da corrente “desenvolvimentista nacionalista”<sup>356</sup> resultou na vitória da visão que atribuía papel importante ao capital estrangeiro, especialmente sob a forma de IDE,<sup>357</sup> na aceleração do desenvolvimento. Para essa corrente, o Estado e a iniciativa privada nacionais tinham capital e tecnologia insuficientes para alavancar o desenvolvimento, sobretudo nos setores que requeriam grande quantidade de investimentos, como infraestrutura, telecomunicações e outros serviços de utilidade pública e a indústria de bens duráveis e de capital.

Historicamente, o ápice dessa estratégia de desenvolvimento foi a era JK (1956-1960), cujo Plano de Metas incorporou a ideia de atração do capital estrangeiro privado, em especial das empresas multinacionais, para a produção de bens duráveis, como as indústrias naval, automobilística, mecânica pesada e equipamentos elétricos.<sup>358</sup> A postura vitoriosa não significou a obtenção de consenso político para aceitação indiscriminada do capital estrangeiro, subsistindo a expectativa de seu direcionamento para finalidades de interesse do País, conforme se observa no trecho reproduzido abaixo de protesto empresarial de 1957:

Seleção, através de um critério de prioridade na entrada no país, dos capitais alienígenas, de molde a orientá-los para os setores essenciais e básicos da atividade industrial não suficientemente cobertos pela indústria nacional e, preferencialmente, para as áreas econômicas de menor desenvolvimento.<sup>359</sup>

356 BIELCHOWSKY (1988) para a trajetória das ideias econômicas no Brasil entre 1930 e 1964; BIELCHOWSKY e MUSSI (2005) para complemento sobre o período 1964-2005.

357 Rogério Studart acrescenta, como componente importante dos fluxos, os empréstimos oficiais das IFIs (STUDART, 2005, pp. 346-347). Não se cumpriu no pós-guerra, contudo, a expectativa de maciça assistência oficial ao desenvolvimento, o que é evidenciado pela interrupção dos trabalhos da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), em 1953 (Ver VIANNA, 1990, p. 133).

358 VILLELA, 2005, p. 56.

359 CNI, 1957, *apud* BIELCHOWSKY, 1988, p.96.

Se a atração de capital estrangeiro tornara-se parte da estratégia de desenvolvimento do País, restava debate sobre a forma prioritária que esses recursos deveriam assumir, investimentos ou empréstimos. Os partidários do IDE ou do “capital de risco”, como Eugênio Gudim e Roberto Campos, apontavam as contribuições das empresas estrangeiras para a absorção de técnicas de produção e tecnologia; do lado oposto, Caio Prado Jr. e outros acreditavam que os empréstimos internacionais deveriam ser favorecidos em relação aos investimentos, por permitirem maior autonomia ao País na aplicação dos recursos estrangeiros.<sup>360</sup> Num ambiente internacional ainda marcado pelo uso disseminado de controles de capitais,<sup>361</sup> ingressos de curto prazo para o mercado financeiro não integravam o debate nas primeiras décadas do pós-guerra.

O capital externo sob a forma de investimentos teve predomínio até os anos 1970, quando o país passou a recorrer com mais intensidade ao endividamento externo para compensar o choque de oferta representado pela primeira crise do petróleo, ao mesmo tempo em que aproveitava a abundância de capitais proporcionada pela reciclagem dos “petrodólares”.<sup>362</sup> O financiamento externo pela via dos empréstimos, nos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PNDs) I (1972-1974) e II (1975-1979), atendia também ao propósito de assegurar ao Estado o controle sobre o desenvolvimento do chamado “núcleo de expansão básica”, representado por energia, transportes, comunicação, siderurgia e matérias-primas industriais básicas, com maior ênfase, no PND II, na infraestrutura energética, em função da crise do petróleo.<sup>363</sup> O endividamento excessivo produziu, contudo, um quadro de vulnerabilidade externa às condições de liquidez internacionais. As elevadas taxas de juros que vigoraram na economia norte-americana do final dos anos 1970 até a primeira metade dos

---

360 *Apud* BIELCHOWSKY, 1988, pp. 64 e 391.

361 HELLEINER, 1994.

362 HERMANN, 2005, p. 97.

363 BIELCHOWSKY e MUSSI, 2005, p. 29.

anos 1980 elevaram os encargos da dívida externa e o custo do crédito internacional para o Brasil, com impacto sobre a estabilidade econômica e as taxas de crescimento do país.<sup>364</sup>

O financiamento externo sofreu nova restrição dramática em 1987, quando, num quadro de aceleração inflacionária, foi decretada moratória da dívida externa. Com a conclusão do processo de renegociação da dívida, em 1993,<sup>365</sup> e a adoção do real, em 1994, normalizaram-se gradualmente as condições de obtenção de recursos externos pela economia brasileira, ao mesmo tempo necessários em função dos déficits em conta corrente que voltavam a agravar-se naquele período (Figura 2). Já num contexto de maior liberdade de movimentação de capitais, anuncia-se com força no cenário internacional a figura do capital estrangeiro de portfólio, que, embora considerado menos desejável do que o IDE, passou a ser beneficiado por maior tolerância por parte dos governos e visto inclusive como fonte de disciplina da política econômica. A década de 1990 foi marcada, contudo, por episódios de instabilidade no plano internacional (crises no México, países asiáticos, Rússia, Brasil e Argentina, entre outros), que provocavam no Brasil momentos de retração dos capitais externos.<sup>366</sup>

Na primeira década deste século, até a crise econômico-financeira de 2007-2009, o Brasil beneficiou-se da grande abundância de liquidez ao redor do mundo, que foi alocada não apenas ao mercado imobiliário norte-americano, mas também a mercados emergentes com boas perspectivas de crescimento. No caso do Brasil, as condições atrativas do ponto de vista exclusivamente financeiro (taxas de juros e boa valorização do mercado acionário) se somam a perspectivas positivas de crescimento econômico e a uma retomada de grandes projetos de investimento, como resultado de iniciativas do Governo (Programa de Aceleração do Crescimento – PAC – 1 e 2), eventos esportivos

---

364 HERMANN, 2005, p. 98.

365 Ver CERQUEIRA, 2003.

366 GIAMBIAGI, 2005, p. 176.

de grande envergadura (Copa do Mundo de futebol de 2014 e Jogos Olímpicos de 2016), a descoberta de petróleo na camada pré-sal e a competitividade do Brasil em setores como agricultura e produção de biocombustíveis. O principal desafio apresentado na atual conjuntura pelos investimentos estrangeiros, inclusive de origem soberana, é sua contribuição para a apreciação do real e os efeitos dessa tendência sobre o equilíbrio externo da economia brasileira.

Duas características sobressaem, portanto, da postura brasileira em relação ao investimento estrangeiro: a primeira é a seletividade, com prioridade para o IDE, historicamente mais um objetivo do que uma realidade, em função de frequentes dificuldades no balanço de pagamentos; a segunda é a prevalência do investidor privado como fonte externa de financiamento da economia brasileira.

É sobretudo quanto a este último aspecto que a ascensão dos investidores soberanos se insinua como novidade relevante para o posicionamento governamental, pelo seu potencial de acentuar, de modo substancial, antigas preocupações estratégicas associadas à presença do capital estrangeiro no Brasil, considerando seu interesse prioritário em ativos daqueles setores que historicamente contaram com forte apoio do Estado brasileiro, entre eles petróleo, mineração e siderurgia. Em contraste com as polêmicas de décadas passadas em torno dos investimentos privados, especialmente de multinacionais, o fenômeno dos investidores soberanos ainda desperta reduzido interesse no debate público brasileiro.

As respostas do Governo brasileiro à ascensão dos investidores soberanos, nos planos normativo e diplomático, dependem de avaliação objetiva do risco representado pelos novos atores globais. No caso brasileiro, o conhecimento sobre a atividade desses investidores no Brasil permanece pouco sistemático, como se verifica na seção a seguir.

### 6.3. Investidores soberanos no Brasil

Assim como em outros países, não existem estatísticas precisas sobre a aquisição de ativos no Brasil por investidores soberanos, apenas a certeza de sua presença no País, baseada sobretudo em evidência jornalística. A tarefa de obtenção de dados é dificultada, em alguma medida, pela utilização de intermediários financeiros pelos investidores soberanos em suas aplicações de portfólio, nas quais os titulares dos ativos não são necessariamente identificados.

As principais operações ficam conhecidas por iniciativa de divulgação dos próprios investidores ou de seus novos parceiros ou sócios no Brasil. A ADIA indicou estar presente no País em seu relatório anual relativo a 2009, assim como a CIC da China, que revelou a titularidade de ações da Vale à SEC dos EUA (item 5.3.4). Em 2008, a *Temasek Holdings*, de Cingapura, anunciou à imprensa a intenção de reforçar sua presença no Brasil e no México, inclusive com a instalação de escritório em São Paulo.<sup>367</sup>

Há notícia também de interesse de investidores soberanos por títulos da dívida pública brasileira, em função do elevado retorno proporcionado pelo nível da taxa de juros no país. Em 2010, investidores estrangeiros deteriam 8,7% da dívida interna brasileira, contra quase zero em 2006, diferença que resultaria da maior participação no mercado de títulos públicos brasileiros por investidores da Europa e investidores soberanos da Ásia, após a atribuição ao Brasil do “grau de investimento”, no primeiro semestre de 2008.<sup>368</sup>

Percebe-se um predomínio de informações publicadas sobre investimentos chineses, não necessariamente de FRS *stricto sensu*, o que certamente reflete a importância geopolítica do país em comparação

---

367 “Fundo Soberano de Cingapura mira investimento no Brasil e no México”. *Reuters*, 27/05/2008. Em <www.estadao.com.br> (acesso em 24/11/2009). Ver também telegrama 653, expedido pela Embaixada em Cingapura em 27/12/2007, parágrafos 1º e 9º. Segundo o expediente telegráfico, a *Temasek* estava presente no Brasil em 2007 através da “Global Crossing” e da “Keppel Offshore and Marine”, empresas nas quais tinha participação expressiva.

368 “Brazil Debt Luring Foreign Pension, Sovereign Funds”. *Bloomberg/Business Week*, 21/6/2010. Em <www.businessweek.com> (acesso em 1/7/2010).

com outros países detentores de investidores soberanos. Empresas chinesas têm realizado investimentos nos setores de petróleo, mineração, siderurgia e agricultura, perfazendo um total de investimentos “anunciados” da ordem de US\$ 25 bilhões em capitais chineses no Brasil em 2010, podendo ultrapassar US\$ 40 bilhões por ano até 2014, segundo estimativas respectivamente da Câmara de Comércio e Indústria Brasil-China (CCBIC) e da consultoria Deloitte.<sup>369</sup>

Os principais investidores chineses no Brasil são empresas estatais. Algumas das operações que se tornaram conhecidas foram a compra, pela estatal de eletricidade *State Grid*, de concessionárias de transmissão de energia no Brasil por US\$ 1,72 bilhão, em maio de 2010; a aquisição, pela também estatal *Sinochem*, de 40% do campo de petróleo “Peregrino”, na bacia de Campos, antes pertencente à norueguesa *Statoil*, por US\$ 3,07 bilhões, também em maio de 2010; e a parceria entre a *Wuhan Iron & Steel* (Wisco), siderúrgica chinesa estatal, e a brasileira EBX para a construção de usina no Porto do Açu (RJ), da qual a Wisco possuirá 70% do capital, resultado de um aporte de US\$ 3,29 bilhões do lado chinês. Em 2009, a Wisco investira US\$ 400 milhões na compra de 21,5% do capital da MMX, mineradora do mesmo controlador brasileiro, que fornecerá minério de ferro para a siderúrgica do Açu.<sup>370</sup> A Wisco estuda, ainda, investimento de US\$ 5 bilhões na Passagem Mineração S.A., sediada em Minas Gerais.<sup>371</sup>

No setor petrolífero, a descoberta de petróleo na camada pré-sal é motivo de fluxos de investimentos estatais chineses na direção do Brasil. O Banco de Desenvolvimento da China (BDC) concedeu à

---

369 *Apud* “China diversifica investimentos feitos no Brasil”. *O Estado de S. Paulo*, 2/10/2010. Em <www.estadao.com.br> (acesso em 10/2/2010). Existe discrepância entre o montante de investimentos anunciados pela China e os ingressos efetivos contabilizados pelo Banco Central (US\$ 395 milhões em 2010 e US\$ 179 milhões em 2011 – Anexo a Nota à imprensa de 24/1/2012, sobre o balanço de pagamentos), em parte pela não concretização de algumas operações e em parte pelo possível trânsito dos capitais por terceiros países antes de seu ingresso no Brasil.

370 “China acelera aquisições no Brasil”. *O Estado de S. Paulo*, 30/5/2010. Em <www.estadao.com.br> (acesso em 31/5/2010).

371 “China ‘descobre’ o Brasil e deve liderar investimento estrangeiro no país”. *Portal G1 (Globo)*, 25/7/2010. Em <http://g1.globo.com> (último acesso em 13/1/2011).



Petrobras, em maio de 2009, empréstimo de US\$ 10 bilhões, em troca de preferência a empresas chinesas nas compras de bens e serviços a ser realizadas com os recursos, bem como compromisso de fornecimento de petróleo pelo prazo de dez anos à *Unipeç* Ásia, subsidiária da petrolífera estatal chinesa *Sinopec*.<sup>372</sup> Essa operação ilustra as conexões apontadas no Capítulo 1 entre investidores soberanos e estatais financeiras e não financeiras. A CIC, através de sua subsidiária *Central Huijin*, detém 48,7% do capital do BDC, que por sua vez presta apoio à *Sinopec* em suas transações internacionais.<sup>373</sup>

Em setembro de 2010, a própria *Sinopec* subscreveu a totalidade da ampliação de capital da Repsol Brasil, o que resultou num investimento de US\$ 7,1 bilhões na subsidiária brasileira da petrolífera de capital espanhol. A *Sinopec* detém agora 40% do capital da companhia, que qualifica o aporte de recursos chineses como necessário para o desenvolvimento de seus ativos no Brasil, como o bloco BM-S-9 (“Carrioca” e “Guará”), no pré-sal da Bacia de Santos.<sup>374</sup>

O crescimento mundial da última década gerou, ainda, uma grande efervescência no setor de *commodities*, no qual o Brasil figura como o principal exportador de várias matérias-primas (especialmente minério de ferro) e produtos agrícolas, o que também aumentou o ingresso de divisas estrangeiras no país, direcionadas não somente para ações ou participações em empresas desses setores, mas também para a compra de terras no país. Tanto os investimentos em infraestrutura quanto aqueles em *commodities* minerais e agrícolas constituem focos de atenção especial dos investidores soberanos estrangeiros.

Grupo estatal chinês estaria buscando oportunidades de investimento em propriedades rurais e no agronegócio brasileiro. Trata-se da *China National Agricultural Development Group Corporation*, que

---

372 “Petrobras contrata financiamento milionário com banco chinês”. *EFE*, 4/11/2009. Em <<http://economia.uol.com.br>> (acesso em 13/1/2011).

373 CIC, 2010, p. 39.

374 Nota à imprensa da Repsol de 1o de outubro de 2010. Disponível em <[www.repsol.com](http://www.repsol.com)> (acesso em 02/10/2010).

manifestou intenção de comprar terras no Brasil, em particular no Centro-Oeste, para produzir soja e milho. Outras áreas de interesse do território brasileiro para investidores chineses, com provável participação estatal, seriam o oeste da Bahia, e terras de cerrado do Maranhão, Piauí e Tocantins.<sup>375</sup>

No setor financeiro, por fim, há notícia de aquisição de 5% de participação no Banco Santander Brasil pela *Qatar Holding*, em novembro de 2010,<sup>376</sup> e de investimento de US\$ 1,8 bilhão, liderado pela CIC, pela GIC de Cingapura e pelo *Abu Dhabi Investment Council* (ADIC), no banco de investimentos BTG Pactual, em dezembro de 2010.<sup>377</sup>

Existe também informação de participações mais pulverizadas no capital de companhias brasileiras por investidores soberanos. A Temasek de Cingapura, por exemplo, alocaria 3% de um portfólio avaliado em US\$ 198 bilhões no conjunto representado por América Latina, África, Ásia Central e Oriente Médio. No Brasil, a instituição recentemente instalou escritório de representação em São Paulo.<sup>378</sup> O *Government Pension Fund Global* da Noruega, por sua vez, teria participações minoritárias num grande número de empresas brasileiras, como AES Tietê, América Latina Logística (ALL), Brasil Foods, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, BMF Bovespa, Amil, Alpargatas, Brasil Telecom, entre outras.<sup>379</sup>

---

375 “China compra terras no Brasil” (editorial). *O Estado de S. Paulo*, 3/8/2010. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (último acesso em 13/1/2011). Ver também “China’s CIC Studies Brazil Industry, Agriculture, Investment”. *WSJ*, 26/10/2010. Em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 27/10/2011), sobre o interesse chinês nos setores industrial, agrícola e de energias renováveis do Brasil.

376 “Qatar Holding Buys 5% of Santander’s Brazil Unit”. *Latin American Herald Tribune*, 3/11/2010. Em <[www.laht.com](http://www.laht.com)> (acesso em 3/11/2010). O Santander Brasil tem capital majoritariamente espanhol, mas se constituiu como empresa brasileira, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

377 “BTG Pactual lures \$1.8 billion capital investment”. *Financial Times*, 6/12/2010. Em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 6/12/2010).

378 Informações em <[www.temasek.com.sg](http://www.temasek.com.sg)>.

379 Informações apuradas no sítio do banco central norueguês, em <[http://www.nbim.no/Global/Documents/Holdings/2011%20EQ\\_holdings\\_SPU.pdf](http://www.nbim.no/Global/Documents/Holdings/2011%20EQ_holdings_SPU.pdf)>.

## 6.4. Considerações políticas e estratégicas no marco jurídico relativo a investimentos

### 6.4.1. Situação atual

As limitações ao capital estrangeiro existentes no ordenamento jurídico brasileiro, inclusive no plano constitucional, têm como foco os investidores estrangeiros em geral, não apenas os soberanos. Apesar disso, elas merecem estudo no contexto deste trabalho em função de identificarem setores sensíveis da economia brasileira, em que a presença de investidores estrangeiros, e com mais razão de Estados estrangeiros, seria contrária ao interesse nacional. Pode-se supor que uma lista hipotética de setores ou indústrias vedados aos investidores soberanos seria maior do que o conjunto de setores fechados ao capital privado estrangeiro, na medida em que a presença estatal estrangeira em algumas áreas criaria presunção de interesse estratégico ou ao menos político na aquisição de determinado ativo.

Até a Emenda Constitucional nº 6, de 15 de agosto de 1995, à Constituição Federal de 1988,<sup>380</sup> que revogou o artigo 171, havia distinção entre empresa brasileira e empresa brasileira de capital nacional, definida como aquela cujo controle efetivo (maioria do capital votante e poder decisório) é exercido por pessoas domiciliadas no Brasil e entidades de direito público interno. O artigo 171 conferia tratamento mais favorável às empresas brasileiras de capital nacional, como “proteção e benefícios especiais temporários para desenvolver *atividades consideradas estratégicas para a defesa nacional* ou imprescindíveis ao desenvolvimento do País”, a serem definidos em lei (parágrafo 1º, inciso I), e preferência na aquisição de bens e serviços pelo poder público, como em processos de licitação (parágrafo 2º). O mesmo dispositivo estabelecia que, nos setores considerados imprescindíveis ao desenvolvimento tec-

---

380 BRASIL, 1988.

nológico nacional, o controle efetivo por brasileiros deveria ser estendido por lei às atividades tecnológicas da empresa ou ao poder decisório para desenvolver ou absorver tecnologia (inciso II, alínea “a”) e deveria ser definido limite mínimo de participação no capital dessas empresas por pessoas físicas domiciliadas e residentes no Brasil ou entidades de direito público interno (II, b).

O artigo 171, revogado, articulava claramente preocupação com segurança nacional decorrente da presença de empresas de capital estrangeiro em solo brasileiro, ainda que fossem entidades estabelecidas no País de acordo com as leis nacionais. A previsão de um regime legal aplicável aos investimentos estrangeiros consta do artigo 172 da Constituição (Título VII, sobre a Ordem Econômica e Financeira), segundo o qual “a lei disciplinará, com base no *interesse nacional*, os investimentos de capital estrangeiro, incentivará os reinvestimentos e regulará a remessa de lucros”, numa formulação feliz que permite a consideração de outras questões de ordem pública, além da segurança nacional.

Como, desde então, não foi aprovada pelo Congresso Nacional lei geral sobre os investimentos estrangeiros, cabe identificar medidas de controle encontradas na própria Constituição e no ordenamento infraconstitucional brasileiro, recepcionadas pela Constituição ou promulgadas sob sua vigência. Estas permitem concluir que o Brasil se situa entre os países que estabelecem, no seu ordenamento interno, proibições ou restrições ao investimento estrangeiro em setores específicos (enfoque de “lista negativa”), não entre aqueles que analisam o investimento estrangeiro por meio de procedimentos “transversais” e caso a caso de revisão.<sup>381</sup>

Vale fazer aqui pequena digressão para tratar de uma apenas aparente incongruência terminológica entre o enfoque de “lista negativa” no ordenamento interno e o de “lista positiva” favorecido pelo

---

381 Ver Capítulo 4, seção 4.2.

Brasil em negociações internacionais sobre serviços e investimentos, em que o objetivo é a liberalização, não o controle ou restrição.<sup>382</sup> No GATS da OMC,<sup>383</sup> que inclui interface com o tema dos investimentos no seu artigo I, 2-c (presença comercial), o enfoque de “listas positivas” é consagrado no artigo XX, 1 (*Schedules of Specific Commitments*). Assim, cabe ao Brasil e outros participantes do processo indicar os setores em que estão preparados a assumir compromisso de abertura, com exclusão dos demais (trata-se, normalmente, de uma consolidação de setores liberalizados internamente de forma unilateral).<sup>384</sup> A conciliação entre o enfoque do ordenamento jurídico interno e as regras da OMC é feita da seguinte forma: o Governo brasileiro não costuma incluir em suas ofertas ou “listas positivas”, nas negociações da OMC e em negociações bilaterais, os setores presentes nas “listas negativas” do ordenamento brasileiro, a menos que deseje alterar o direito interno pela incorporação do direito internacional.

Quanto aos compromissos já assumidos pelo Brasil no GATS, ressalte-se que esse acordo internacional não representa restrição para todo tipo de medida de investimento que afete investidores soberanos, apenas para aquelas que tenham consequências para a presença comercial de prestadoras de serviços (bancos, seguradoras, empresas de telecomunicação, por exemplo). Não se deve descartar, além disso, que o Brasil utilize, caso necessário para resguardar o interesse nacional, e não apenas em razão do tema dos investidores soberanos, a prerrogativa que lhe é conferida pelo Artigo 21 (*Modification of Schedules*), que é a modificação de seus compromissos de liberalização, mediante ajustes compensatórios a serem negociados com os membros da OMC eventualmente prejudicados.

---

382 O objetivo último, na verdade, é o desenvolvimento, sendo a liberalização um meio de atingir esse fim, como disposto no Preâmbulo do GATS da OMC.

383 OMC, 1994.

384 Definição de “lista positiva” pode ser encontrada no sítio do Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais (ICONE), em <[www.iconebrasil.org.br](http://www.iconebrasil.org.br)>.

Dentro do ordenamento brasileiro, é preciso distinguir ainda entre as medidas que dão primazia ao Estado no desempenho de determinadas atividades econômicas e que representam limites não apenas ao capital estrangeiro, mas também à iniciativa privada brasileira, e aquelas que se referem diretamente ao investidor estrangeiro. A norma do Título VII que menciona explicitamente o tema da *segurança nacional*, o artigo 173, focaliza o binômio Estado-iniciativa privada, ao estabelecer que, ressalvados os casos previstos na Constituição, “a exploração direta da atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

Algumas das restrições à participação de investidores estrangeiros em setores específicos da economia nacional podem ser encontradas na própria Constituição. O artigo 176, parágrafo 1º, dispõe que a pesquisa e a lavra de recursos minerais [pertencentes à União] “somente poderão ser efetuados mediante autorização ou concessão da União, *no interesse nacional*, por brasileiros ou empresa constituída sob as leis brasileiras e que tenha sua sede e administração no País”.<sup>385</sup> O artigo 177, por sua vez, determina o monopólio da União sobre “a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos”, bem como a refinação, o comércio internacional e o transporte marítimo ou por conduto de petróleo e seus derivados. O artigo 177 também garante à União o monopólio sobre atividades em torno de minérios e minerais nucleares e seus derivados.

A Constituição Federal contém outras regras sobre a participação do capital estrangeiro em setores da economia brasileira. O artigo 192 determina que o Sistema Financeiro Nacional seja regulado por “leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”. Como esse dispositivo ainda não foi regulamentado, a decisão sobre o tratamento ao investi-

---

385 A versão anterior do dispositivo constitucional, antes da Emenda Constitucional n. 6, de 1995, exigia que a empresa autorizada ou a concessionária fossem também de capital nacional.

dor estrangeiro no setor financeiro cabe ao Poder Executivo, que deve autorizar, por decreto, o funcionamento de instituições financeiras estrangeiras no Brasil.<sup>386</sup> Segundo o artigo 199, parágrafo 3º, o capital estrangeiro é vedado na assistência à saúde no Brasil, salvo nos casos previstos em lei. O artigo 190, por sua vez, também delega ao legislador ordinário a regulamentação e limitação da “aquisição ou arrendamento de propriedade rural por pessoa física ou jurídica estrangeira”, bem como a definição dos casos que dependerão de autorização do Congresso Nacional. Segundo o artigo 20, parágrafo 2º, da Constituição, ademais, é considerada essencial à defesa do território nacional a faixa de até 150 km de largura ao longo das fronteiras terrestres.<sup>387</sup>

Outra norma constitucional que restringe investimentos estrangeiros no Brasil é o artigo 222, pelo qual a propriedade de empresa jornalística ou de radiodifusão é privativa de brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, ou de empresas constituídas sob as leis brasileiras, desde que 70% do capital total e do capital votante pertença a brasileiros, que deverão igualmente controlar a gestão dessas empresas e do conteúdo difundido em sua programação.

No plano infraconstitucional, o que de mais próximo existe de uma lei geral sobre o investimento estrangeiro no Brasil é a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, chamada “Lei dos Capitais Estrangeiros”.<sup>388</sup> Esta disciplina, no entanto, temas como o registro de capitais, remessas e reinvestimentos, remessas de juros e *royalties*, bens e depósitos no exterior, normas de contabilidade, operações cambiais, entre outros,

---

386 ITAMARATY, 2006, p. 156.

387 Houve controvérsia sobre a recepção da lei ordinária que regula a compra de propriedade rural por estrangeiros (Lei 5.709/71; BRASIL, 1971) pela Constituição. A Advocacia-Geral da União, em 23 de agosto de 2010, publicou parecer no Diário Oficial da União em que altera entendimento anterior e opina pela recepção da norma, que passará a ser implementada pelo Executivo (AGU, 2010). A lei de 1971 condiciona a aquisição de terras na faixa de fronteira ao assentimento prévio do Conselho de Segurança [Defesa, pela CF de 1988, Artigo 91] Nacional (artigo 7º), bem como limita a soma das áreas rurais pertencentes a pessoas estrangeiras, físicas ou jurídicas, a um quarto da superfície dos Municípios onde se situem (artigo 12), entre outras regras.

388 BRASIL, 1962. No parecer nº GQ-nr. 181, de 17 de dezembro de 1998, diz a AGU, no parágrafo 26, que “está em vigor, no País, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, que ‘disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências’” (AGU, 1998).

dela não constando critérios de restrição ao investimento estrangeiro com base na segurança ou no interesse nacional.

São atingidos por vedações legais os investimentos estrangeiros em setores como serviços de correios e telégrafos e indústria aeroespacial (lançamento e colocação em órbita de satélites, veículos, aeronaves, entre outras atividades).<sup>389</sup> Segundo o Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei nº 7.565, de 19 de dezembro de 1986),<sup>390</sup> a exploração de serviços aéreos públicos dependerá sempre da prévia concessão, quando se tratar de transporte aéreo regular, ou de autorização, no caso de transporte aéreo não regular ou de serviços especializados (artigo 180). A concessão e a autorização somente serão dadas a pessoas jurídicas com sede no Brasil, cujo capital e direção sejam confiados exclusivamente a brasileiros (artigos 181 e 182).

Alcançam os investimentos estrangeiros, ainda, as normas brasileiras de direito da concorrência, especialmente a Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011,<sup>391</sup> que reestruturou o sistema brasileiro de defesa da concorrência e dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, substituindo em grande parte a Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. O CADE pode desfazer aquisições de empresas brasileiras por empresas estrangeiras se forem verificadas infrações da ordem econômica nas operações.<sup>392</sup> A Lei brasileira não caracteriza explicitamente a ocorrência de prejuízo real ou potencial à segurança nacional ou a interesses estratégicos como infração da ordem econômica, embora a prevenção desta seja, por si, parte do interesse nacional. Se, no entanto, as partes numa operação incorrerem em alguma das condutas descritas no artigo 36, torna-se possível o seu bloqueio pelo CADE.

---

389 ITAMARATY, 2006a, p. 29.

390 BRASIL, 1986.

391 BRASIL, 2011.

392 Leitura do artigo 2º, sobre a territorialidade da aplicação da lei, em conjunto com o artigo 36, em que estão listadas as infrações.



#### 6.4.2. Propostas para aperfeiçoamento do marco legal-regulatório

O estabelecimento de um marco legal e regulatório para a supervisão de investimentos de origem estatal no Brasil estaria, presumivelmente, ligado a eventual reforma do arcabouço normativo para os investimentos estrangeiros em geral, conforme o artigo 172 da Constituição Federal. Cabe esclarecer que o objetivo nesta seção é propor mais um enfoque para a elaboração normativa do que medidas específicas quanto aos investimentos.

Modificações no regime legal brasileiro sobre investimentos estrangeiros, para abranger de forma explícita os investidores soberanos, poderiam contemplar, numa primeira etapa, a questão da definição legal de setores estratégicos e sensíveis, independentemente da natureza privada ou pública do investidor, e, numa segunda, a conveniência de estabelecer critérios particulares, possivelmente mais rigorosos, para as aquisições de ativos no Brasil por entidades controladas por Estados estrangeiros.

Sobre a opção, verificada na experiência internacional, entre um modelo de limitação do investidor estrangeiro em determinados setores (“lista negativa”) e o de avaliação “transversal” caso a caso, com base em critérios legais, adota-se no presente trabalho posicionamento em favor da continuidade do primeiro no ordenamento jurídico brasileiro, que continuaria a prevalecer, em qualquer circunstância, no tocante às restrições constitucionais. Um processo de supervisão interministerial, com base em notificações voluntárias e avaliação do mérito individual de cada transação, como aquele em vigor nos EUA, poderia significar custos elevados e não apresentar vantagens evidentes no tocante à proteção do interesse nacional, podendo ser fonte de maior incerteza jurídica do que o sistema de “lista negativa”. Em lugar de um processo pleno de avaliação, poderia complementar a “lista negativa” a previsão de uma margem de discricionariedade para o Executivo, como aquela

vigente em relação aos investimentos no setor financeiro, que não tem impedido a entrada de instituições estrangeiras no mercado nacional.

Para o Brasil, o sistema norte-americano tem maior utilidade como fonte de conceitos do que como modelo de procedimento. Um sistema semelhante ao do CFIUS exigiria o desenvolvimento de estruturas no governo para analisar operações individuais em diferentes áreas da atividade econômica. Como não há, nesse sistema, proibição taxativa de investimentos em setores específicos, cada transação recebe uma solução particular, que pode ser a aprovação total, a rejeição ou a negociação de medidas de mitigação entre o governo e as partes interessadas. O processo decisório executivo, portanto, apresenta excessiva complexidade, exigindo mais do que a simples aplicação da norma ao caso concreto. Além disso, no Brasil, não seria possível excluir a decisão final do processo da revisão judicial (Constituição Federal, artigo 5º, inciso XXXV), em contraste com o que prevê o FINSA 2007.

A opção pela “lista negativa” é vantajosa, por sua vez, na medida em que o legislador adote uma postura parcimoniosa. Sendo a maior parte das transações realizadas por investidores soberanos de baixo risco para a segurança ou o interesse nacional, deveria ser evitado no processo legislativo um resultado que afastasse não somente o capital indesejável, política ou estrategicamente motivado, mas também aquele que corresponde a interesses brasileiros e contribui para o financiamento de atividade econômica no País.<sup>393</sup>

O desafio adicional que se imporia na elaboração de eventual norma seria a diferenciação entre o investidor privado e o soberano, ambos estrangeiros. Em acréscimo às restrições aplicáveis aos investidores estrangeiros em geral, que não parecem necessitar de reforço, poderiam ser previstas restrições adicionais aos investidores soberanos, das quais estariam dispensados os investidores estrangeiros privados. Esses limites não precisariam assumir necessariamente o

---

393 Ver TRUMAN, 2010, pp. 60-63.

caráter de vedações à participação societária ou acionária em empresas ou à compra de determinados ativos, sendo possível recorrer-se a uma combinação mais sofisticada de instrumentos e conceitos. Vale retomar, particularmente, os conceitos de “setores estratégicos” (infraestrutura e tecnologias críticas), “controle” e “investidor passivo”, discutidos no Capítulo 4.

Ainda que de modo não explícito, a construção normativa de listas de setores e indústrias protegidos, limites percentuais à participação de investidores soberanos nas empresas e participação no seu processo decisório deveria passar por uma etapa de desenvolvimento e articulação desses conceitos. É preciso evitar que a imposição de limites ao controle de uma empresa brasileira por investidor soberano se choque, por exemplo, com o respeito a normas e boas práticas de governança corporativa, que recomendam ao acionista o exercício de seus direitos de proprietário. A formulação dos conceitos e regras pelo legislador deve contemplar, ainda, a hipótese de simulação para contornar as restrições legais e ocultar a identidade dos controladores, como o estabelecimento de subsidiárias no exterior, controladas na aparência por agentes privados.<sup>394</sup>

Não se pretende utilizar aqui o conceito de setores estratégicos para elaborar lista de segmentos da atividade econômica que mereceriam proteção especial no ordenamento brasileiro, em face de eventual interesse controlador de investidores soberanos estrangeiros, mas expor as modalidades possíveis de proteção de ativos em face dos investidores soberanos. A ser seguida definição equivalente à da legislação norte-americana, que menciona infraestrutura e tecnologias críticas, setores estratégicos designariam sistemas, ativos, recursos físicos ou virtuais e tecnologias cuja incapacitação ou destruição teria impacto

---

<sup>394</sup> Truman adverte para a possibilidade de os investidores soberanos contornarem restrições legais por meio de investimentos em entidades *offshore* ou em fundos de *hedge* e de *private equity* (TRUMAN, 2010, p. 65). Ao mesmo tempo, esses intermediários são vistos de forma positiva por outros observadores, como indutores do investimento “passivo” (SUMMERS, 2007).

debilitante sobre o interesse nacional e a defesa do País.<sup>395</sup> Os conceitos de controle e investidor passivo podem servir, por sua vez, como fatores de mitigação a restrições diretas à participação de investidores soberanos estrangeiros em setores da economia brasileira. A aplicação desses conceitos permitiria, em alguns casos, que os investidores soberanos investissem em setores sensíveis, em busca de maior retorno financeiro, com o mínimo de intervenção na gestão ou processo decisório das empresas.

O conceito de controle se refere à quantidade e qualidade da participação de um agente econômico no capital de uma empresa. Um investidor pode deter parte substancial do capital total de uma empresa, porém possuir parcela menos relevante do seu capital votante, resultado da concentração de seus investimentos, por exemplo, em ações preferenciais sem direito a voto. O conceito de investimento passivo é correlato, mas se refere principalmente ao comportamento do investidor, que opta por ou é obrigado a manter-se distante da gestão diária de uma companhia, não obstante o peso de sua participação no capital social.

A utilização dos três conceitos (setores estratégicos, controle e investidor passivo) insinuará ao legislador, em exercício hipotético de formulação de normas internas a respeito dos investidores soberanos, as seguintes possibilidades de tratamento do tema, que poderiam conviver na mesma legislação, apresentadas por ordem decrescente de importância ou sensibilidade do interesse nacional que se pretende proteger: (i) a *vedação total* do investimento estrangeiro estatal em setores estratégicos; (ii) a prevenção do *controle* de empresas brasileiras por investidores soberanos estrangeiros, por meio tanto de limitações à participação percentual no capital das empresas (a exemplo do artigo 222 da Constituição, que limita a 30% a participação estrangeira no capital total e no capital votante das empresas jornalísticas) quanto

---

395 Ver subseção 4.3.3.

do confinamento do investimento estrangeiro de origem estatal em determinadas classes de ativos, como ações preferenciais sem direito a voto;<sup>396</sup> e (iii) a indução de *comportamento de investidor passivo* por parte dos investidores soberanos, o que pode ser alcançado, por exemplo, pela exigência de que deleguem a administração de seus recursos no país a intermediários financeiros ou os apliquem em produtos financeiros que diversificam o portfólio, como “índices de ações”,<sup>397</sup> com o objetivo de distanciar o investidor da gestão de seu próprio capital, ou ainda pela reserva legal do processo decisório em determinadas indústrias a brasileiros ou a estrangeiros sem vínculos com qualquer governo estrangeiro.<sup>398</sup>

Do ponto de vista da governança corporativa, o estabelecimento de limitações à participação acionária ou societária em determinadas empresas seria preferível à imposição de restrições ao exercício pelos investidores soberanos de prerrogativas legais decorrentes da sua posição de proprietários. Como abordado no Capítulo 5, a imposição ou indução de um comportamento passivo por parte dos investidores soberanos seria prejudicial sobretudo às empresas nas quais os seus capitais são investidos, em consequência do enfraquecimento da disciplina exercida pelos acionistas sobre os gestores.

Eventual legislação sobre investimentos estrangeiros poderia, ainda, estabelecer requisitos de transparência para os investidores soberanos interessados em ativos no Brasil. Os investimentos diretos são registrados conforme o Decreto nº 55.762, de 17 de fevereiro de 1965.<sup>399</sup> A identificação dos titulares de investimentos de portfólio, não raro efetuados em nome das instituições financeiras intermediárias, poderia tornar-se viável por meio de medidas regulatórias semelhan-

---

396 TRUMAN, 2010, p. 63.

397 SUMMERS, 2007; AIZENMAN e GLICK, 2007, *apud* TRUMAN, 2010, p. 65.

398 Truman refere-se à proibição de designação de membros para conselhos de empresas (*Ibidem*, p. 63).

399 BRASIL, 1965.

tes à da SEC dos EUA, que levou a chinesa CIC a revelar ativos possuídos pela instituição no mercado norte-americano.

## 6.5. Atuação internacional do Brasil

A diplomacia brasileira desempenha duas funções em relação ao investimento estrangeiro, derivadas de seu tradicional engajamento nos objetivos de desenvolvimento do País: (i) atuar nas negociações ou discussões de regimes internacionais sobre o tema; e (ii) auxiliar na atração de investidores externos por meio das atividades de promoção comercial e de investimentos, bem como da difusão de informações sobre a realidade econômica brasileira, o que ocorre sobretudo no plano da diplomacia bilateral.

Quanto às negociações internacionais, o ponto de partida é a cautela do Governo brasileiro em relação a regimes jurídicos que constringam a liberdade de política econômica interna, ainda que, por interesse próprio, o Brasil avance unilateralmente na liberalização dos movimentos de capitais, dando seguimento a políticas iniciadas nos anos 1990. Em outras palavras, a diplomacia brasileira se dedica à atração do investimento estrangeiro, mas evita compromissos vinculantes com a abertura a esse investimento, em favor da preservação de margem discricionária para a formulação de políticas de desenvolvimento. O embaixador Samuel Pinheiro Guimarães articulou esse argumento no contexto das negociações da ALCA, conforme se lê a seguir:

Do ângulo interno, seu objetivo [da ALCA] seria consolidar vínculos de dependência jurídica. Tais vínculos impediriam modificações súbitas de política econômica e a adoção de políticas disciplinadoras dos fluxos de bens e de capital...<sup>400</sup>

---

400 GUIMARÃES, 1999, p. 283.

Esse enfoque se verifica, por exemplo, na postura brasileira diante da negociação de Acordos de Proteção e Promoção de Investimentos (APPIs). Entre 1994 e 1999, o Brasil assinou 14 Acordos de Promoção e Proteção de Investimentos (APPIs). Nenhum deles foi aprovado pelo Congresso Nacional, o que culminou na sua retirada pelo Executivo em 2002. Em 2005, foi estabelecido grupo de trabalho interministerial (GTI), sob a coordenação do Itamaraty, cujo relatório, aprovado pela Câmara de Comércio Exterior (CAMEX), em 2007, confere prioridade em eventuais negociações à América do Sul (negociações de APPIs fora da região devem ocorrer no âmbito de acordos de livre comércio).<sup>401</sup>

Embora se possa arguir que o Brasil poderia atrair maior volume de investimentos se apresentasse posição mais flexível em relação aos APPIs, não existem evidências empíricas nesse sentido, conforme o relatório anual de investimentos da UNCTAD.<sup>402</sup> Do ponto de vista do Brasil como receptor de investimentos soberanos, os APPIs poderiam conter cláusula que resguardasse a possibilidade de imposição de restrições a esses capitais, com base no interesse nacional. Nessa hipótese, os APPIs não representariam proteção superior àquela oferecida por medidas internas sobre o investimento estrangeiro.

No caso dos investidores soberanos, entretanto, há risco de inverter-se a equação política e ideológica no quadro negociador internacional sobre a matéria. São os países desenvolvidos, promotores da agenda de liberalização de capitais nas últimas décadas, que agora apresentam preocupação mais visível com os investidores soberanos e defendem mecanismos de monitoramento e controle de seus investimentos.

A posição do Brasil, como país deficitário na conta corrente do balanço de pagamentos e simultaneamente detentor de elevado volume de reservas internacionais e de um investidor soberano próprio, introduz complexidade na postura diplomática, que, ao orientar-se para a preservação da capacidade do País de adotar políticas defensivas, não

---

401 Ver COSTA, 2008; SCHENKEL, 2008.

402 UNCTAD, 2011, p. 102.

deve perder de vista o impacto de barreiras aos investimentos sobre seus próprios ativos e aspirações no exterior.

Com respeito à segunda função, cabe analisar qual deve ser a postura da diplomacia com respeito ao interesse estatal estrangeiro em determinados setores da economia. É provável que posições do Governo brasileiro tenham repercussão superior no plano diplomático quando envolvem investidores soberanos do que em casos semelhantes relacionados a investidores privados, ainda que apoiados por seus Estados de origem. Os diversos mecanismos de consultas do Brasil com seus principais parceiros poderiam ser acionados para abordagem preventiva em torno de investimentos de origem soberana potencialmente indesejáveis.

### **6.5.1. Participação brasileira nos foros internacionais: avaliação e propostas**

Na sua condição de país de destino de investimentos de origem soberana, o Brasil tem participado no plano internacional em discussões internacionais sobre políticas dos países receptores, mais especificamente no Comitê de Investimentos da OCDE.<sup>403</sup> Existe também a perspectiva brasileira sobre a questão dos desequilíbrios macroeconômicos globais, tratada no Capítulo anterior em conjunto com a análise dos trabalhos do G20 e do FMI, a qual foi, por conseguinte, omitida nesta seção.

No campo das condutas dos países receptores, os principais temas são a transparência do quadro legal-regulatório e a definição das restrições legítimas a capitais de investidores soberanos motivadas pela defesa do interesse nacional.

A agenda de transparência contida na “Declaração” e nas “Diretrizes” da OCDE não representa desafio para o Brasil do ponto de vista

---

403 OCDE, 2008a, p. 2.



de sua implementação. O Brasil possui sistema jurídico e institucional avançado não só em termos de transparência e publicidade das normas e do processo de regulamentação, mas também em matéria de mecanismos de controle *a posteriori* dos atos normativos e administrativos, com ampla possibilidade de revisão judicial, inclusive para exame de sua constitucionalidade.

O Brasil igualmente respeita as regras da OMC em matéria de transparência legal e regulatória, estabelecidas no artigo III do GATS, acordo que tem ponto de tangência com a questão dos investimentos.<sup>404</sup> No contexto da última Revisão de Política Comercial (*Trade Policy Review – TPR*) do Brasil, em 2009, o secretariado da OMC fez a seguinte observação sobre as medidas brasileiras na área de investimentos:

The Federal Government has established programmes and mechanisms to facilitate foreign investment (...) policy efforts continue to be geared towards improving the business and regulatory environment for investment.<sup>405</sup>

Apesar de não apresentarem problemas específicos, as recomendações de transparência contidas nos documentos da OCDE tampouco trazem vantagem para o Brasil em termos de facilitação de investimentos brasileiros em outros mercados, uma vez que foram adotadas por países em sua maioria membros da OCDE com padrões supostamente elevados nessa área. Aspecto que merece ser reiterado – e que poderia ser objeto de aperfeiçoamento em eventuais trabalhos de seguimento da OCDE – é a influência pouco sutil nas “Diretrizes” do enfoque regulatório norte-americano, seja para disseminar pontos do FINSA 2007 (acordos de mitigação, observação rígida de prazos, por exemplo), seja para excetuar da incidência dos princípios gerais itens não conformes

---

404 OMC, 1994.

405 OMC, 2009, p. 16 (parágrafo 18).

daquela legislação, como a impossibilidade de recurso judicial da decisão presidencial.<sup>406</sup>

Truman, com base em outros autores, defende “enfoque multilateral amplo” entre membros da OCDE e não membros, inclusive países de origem de investidores soberanos, possivelmente sob a égide da OMC, para a definição de “responsabilidades recíprocas” que evitem a escalada do protecionismo e reduzam a heterogeneidade entre políticas nacionais na área de investimentos, num ambiente de maior representatividade.<sup>407</sup> Não existe fundamento, no entanto, para crer que tal sugestão seria de interesse de qualquer um dos lados, membros da OCDE ou o conjunto mais amplo de membros da OMC. A escolha da OCDE como foro para discutir políticas dos Estados receptores em relação aos investimentos estrangeiros foi motivada precisamente pelo objetivo de não diluir o teor de recomendações fortemente calcadas na experiência dos países desenvolvidos, em particular dos EUA. A transferência das discussões para organismo de composição ampla poderia ser interpretada, por sua vez, como tentativa de países da OCDE de obter adesão geral para sua perspectiva regulatória.

O Brasil ofereceu contribuição às discussões na OCDE quanto ao escopo da intervenção do Estado receptor para impor restrições aos investidores soberanos, o segundo grande tema dos instrumentos da organização. A “Declaração” da OCDE tem foco restritivo nas preocupações de segurança nacional, as únicas consideradas legítimas para a imposição de restrições aos investidores soberanos. Ao mesmo tempo, consta das “Diretrizes” o reconhecimento de que cada país tem o direito de determinar o que é necessário para proteger sua segurança nacional (*essential security concerns are self-judging*).<sup>408</sup>

Nas discussões sobre o texto por ocasião da Reunião Ministerial do Conselho da OCDE, a delegação brasileira, em linha com a posição

---

406 Recordar-se subseção 5.4.3.

407 TRUMAN, 2010, pp. 159, 165.

408 OCDE, 2008b.

histórica de preservar o espaço de formulação de política econômica interna, expressou o entendimento de que, além da segurança nacional, a questão do desenvolvimento deveria ser considerada na prescrição de políticas voltadas para disciplinar o tema, decidindo não subscrever a Declaração naquele momento.<sup>409</sup>

A questão pode ser abordada em dois níveis nas discussões internacionais. Em primeiro lugar, está claro que os Estados têm interesses estratégicos não exclusivamente ligados à segurança igualmente merecedores de proteção, desde que articulados de forma parcimoniosa e transparente nas legislações e regulamentos nacionais. O reconhecimento dessa realidade pela OCDE dificilmente seria utilizado como pretexto para excesso de medidas proibitivas pelos Estados receptores, os quais, em geral, não têm interesse em afugentar capitais estrangeiros, mesmo os de investidores soberanos, embora possam ver conveniência em ambiente internacional mais tolerante à aplicação de instrumentos legais e regulatórios no controle de seus efeitos macroeconômicos ou políticos eventualmente indesejáveis.

Em segundo lugar, o foco estrito na segurança nacional, combinado com o seu caráter *self-judging*, cria incentivo negativo para que os Governos “sobrecarreguem” o conceito de segurança nacional nos ordenamentos nacionais. Do ponto de vista dos países receptores, seria contraproducente empregar definição excessivamente ampla de segurança nacional, possivelmente instigando alarme público em torno de transações ligadas de modo tênue às necessidades de defesa de um país, quando seria mais compreensível e menos dramática, inclusive da perspectiva do investidor soberano, a invocação de razões de desenvolvimento ou de política macroeconômica, conforme o caso, para afastar determinados investimentos.

---

409 Comunicações entre a Secretaria de Estado e a Embaixada em Paris, de junho de 2008, com vistas à Reunião do Conselho de Ministros da OCDE, naquele mês. Entre os não membros da OCDE, aderiram ao texto apenas o Chile (que se tornaria membro da organização), Eslovênia e Estônia, os três durante a própria reunião ministerial, bem como, posteriormente, Israel e Letônia (novembro e outubro de 2008).

### 6.5.2. Incorporação do tema às agendas das relações bilaterais

Ao lado das leis e regulamentos internos, assim como acordos ou padrões negociados no plano internacional, é necessário o desenvolvimento de mecanismos político-diplomáticos de acompanhamento dos investidores soberanos, bem como de administração de custos para as relações com parceiros resultantes de restrições a investimentos estrangeiros realizados por agentes estatais.

A primeira intervenção da diplomacia na questão ocorre na atividade de informação, em que se poderia sistematizar análise voltada para aspectos específicos dos investidores soberanos, em especial a natureza dos ativos que podem despertar seu interesse (“infraestrutura e tecnologias críticas”) e as características e intenções dos próprios investidores (noções de “controle”, *beneficial owner* e “investidor passivo”). Na esfera da ação diplomática, o objetivo seria minimizar prejuízos ao relacionamento com parceiros derivados de medidas governamentais atinentes a investimentos de origem soberana.

Apresenta-se neste trabalho a sugestão de que os mecanismos de diálogo político ou comissões mistas com alguns dos principais parceiros do Brasil sejam utilizados para abordagem do tema, com a previsão, em seus termos de referência, de notificação prévia de investimentos conduzidos por entidades estatais que resultem em *controle* de empresas ou ativos brasileiros em qualquer setor, com vistas a avaliação preventiva de sua conveniência à luz do interesse nacional. Os EUA oferecem precedente nesse sentido nos primórdios do CFIUS, na década de 1970, quando este era órgão mais consultivo do que deliberativo do presidente norte-americano. Em meio à abundância de divisas nos países exportadores de petróleo, o Comitê recebeu como atribuição “orientar o governo sobre acordos com governos estrangeiros para a realização de consultas prévias a investimentos estrangeiros nos EUA por parte de entidades estatais”.<sup>410</sup>

---

410 Tradução livre de JACKSON, 2010, p. 2.

Não se trataria de estabelecer um processo disfarçado de avaliação “transversal”, mas de fortalecer o papel da diplomacia, com subsídios ou mecanismos de atuação, na proteção preventiva do interesse nacional. O aproveitamento de instâncias intergovernamentais de consulta poderia ser vantajoso também para o próprio investidor soberano, ao permitir esclarecimento de aspectos de seu interesse por empresas ou ativos brasileiros ou mesmo a desistência discreta da aquisição diante da expressão de reservas por parte do Governo brasileiro. O monitoramento da atuação dos investidores soberanos pela via diplomática bilateral funcionaria, portanto, não como substituto de um marco legal e regulatório adequado, mas como forma de apoio a seu cumprimento pelo Governo.

## **6.6. Considerações finais**

Considerando as controvérsias em torno dos investimentos estrangeiros no Brasil, surpreende a relativa naturalidade com que os capitais de investidores soberanos têm sido recebidos no País, inclusive em setores estratégicos da economia, como o petrolífero. A discussão pública mais acirrada ocorreu em torno da conveniência de criação pelo Brasil de um fundo soberano próprio, tema do próximo Capítulo.

Essa postura geral é sem dúvida um produto dos desdobramentos positivos da economia brasileira nos últimos anos. A consolidação da estabilidade macroeconômica e o preenchimento de um lugar reconhecido entre os polos dinâmicos da economia mundial contribuíram para ampliar a área de consenso entre as diversas correntes políticas em torno dos elementos de uma política econômica adequada ao objetivo do crescimento sustentado, bem como promoveram na sociedade brasileira uma atitude no geral receptiva com respeito à globalização.

Em comparação com outros países em desenvolvimento do mesmo porte, o Brasil apresenta ainda a vantagem de possuir uma econo-

mia diversificada, dotada de ativos importantes e competitividade em setores da agricultura, indústria, serviços e exploração de *commodities* minerais. A economia brasileira tornou-se tão complexa que a aquisição de controle sobre porção significativa de ativos estratégicos por um subconjunto de investidores estrangeiros não configura risco iminente para o País.

Se o controle de indústrias ou setores sensíveis por investidores soberanos estrangeiros permanece uma perspectiva remota, a presença difusa desses investidores no capital de várias empresas nacionais, inclusive em setores sensíveis, é uma realidade palpável e representa motivo para o fortalecimento dos quadros legal e regulatório sobre os investimentos estrangeiros no Brasil, inclusive com a introdução de normas específicas acerca dos investidores soberanos, bem como dos instrumentos de ação político-diplomática.

No próximo Capítulo, será analisada a dimensão do Brasil como fonte de investimentos soberanos, que apresenta desafios igualmente complexos nas frentes interna e internacional.

## Capítulo 7

# O Brasil como fonte de investimentos soberanos

### 7.1. Considerações iniciais: o Brasil como exportador de capitais

O Capítulo precedente aborda os interesses brasileiros como receptor de investimentos soberanos. O Brasil é um importador líquido de capitais por força da situação deficitária da sua conta de transações correntes. O País, no entanto, figura entre os países que mais acumularam reservas internacionais na primeira década do século XXI, as quais totalizavam US\$ 352 bilhões em 31 de dezembro de 2011.<sup>411</sup> Embora tenha voltado a registrar déficits na conta corrente do balanço de pagamentos desde 2008,<sup>412</sup> os ativos externos superavam a dívida externa em cerca de US\$ 58,4 bilhões em novembro de 2010.<sup>413</sup>

Em dezembro de 2008, foi criado o Fundo Soberano do Brasil (FSB), regulado por decretos de dezembro de 2009 e fevereiro de 2010, com o propósito de realizar uma série de objetivos de política econômica por meio de investimentos no Brasil e no exterior. Embora o FSB não seja financiado pelas reservas internacionais, conforme é

---

411 Fonte: Banco Central do Brasil.

412 Ver Figura 2 e MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010b.

413 TESOURO NACIONAL, 2011, p. 15.

explicado adiante, a acumulação de reservas, justificada nos últimos anos pela necessidade de prevenir crises no balanço de pagamentos e proteger a economia das flutuações externas, representa garantia de que o País tem condições de enfrentar situações adversas de financiamento externo.

Outro fator que deverá fortalecer a posição do Brasil como detentor importante de divisas passíveis de serem investidas no exterior é a descoberta de expressivas reservas de petróleo na camada pré-sal, na área marítima contígua ao território brasileiro. O ingresso de receitas derivadas das novas descobertas de petróleo deverá em algum momento gerar excedentes financeiros exportáveis e permitir a realização de objetivos de política pública, sobretudo na área social. A lei que estabelece novo regime de exploração do pré-sal, de dezembro de 2010, contempla, por isso, a implantação de um Fundo Social (FS), que pode ser considerado um segundo investidor soberano brasileiro.

Essa nova realidade brasileira na sua relação com a economia internacional certamente influenciará o posicionamento da diplomacia na construção de regimes internacionais na área de investimentos em geral e no tocante aos investimentos de origem soberana em particular, embora não faça desaparecer a preocupação com os investidores soberanos interessados em ativos no Brasil. Empresas estatais tradicionais, como a Petrobras e o Banco do Brasil, além do setor privado, também estão engajadas em operações e investimentos no exterior há vários anos.<sup>414</sup> Embora não se proceda a exame de suas atividades internacionais, a experiência da Petrobras é mencionada como exemplo para desafios com que o FSB poderá defrontar-se em eventuais transações no exterior.

Além de analisar e propor posturas que o Brasil poderia adotar em discussões internacionais voltadas para disciplinar os comportamentos e políticas dos investidores soberanos, cabe avaliar a que inte-

---

414 Ver MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010b, p. 8, para números sobre o investimento privado brasileiro no exterior.



resse de política exterior a criação de um fundo soberano próprio pode beneficiar, em complemento a seus objetivos de política econômica.

## 7.2. O Fundo Soberano do Brasil (FSB)

Nesta seção, antes de passar aos pormenores do marco legal do FSB, será abordado o contexto de sua criação, bem como o debate público e as perspectivas de diferentes atores governamentais sobre o tema, não necessariamente com base em políticas explicitadas por integrantes do Governo, mas em premissas sobre sua função na estrutura estatal.

O Fundo Soberano do Brasil foi concebido e criado em meio ao auge da crise de 2007-2009, tendo a Lei nº 11.887/2008 sido promulgada cerca de três meses após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro daquele ano. Nesse momento, a preocupação com os investidores soberanos dera lugar a uma opinião mais favorável a esses investidores, em função dos aportes de capital por eles realizados a bancos em dificuldade tanto nos EUA quanto na Europa.<sup>415</sup> Os ativos dos fundos, em compensação, sofriam o impacto do colapso dos mercados de capitais internacionais, o que colocava em dúvida o papel dessas instituições como instrumentos de maximização do rendimento das reservas em moeda estrangeira dos Estados.

O Banco Central do Brasil (BCB), por sua vez, foi obrigado, nessa conjuntura, a empregar as reservas internacionais com a finalidade de mitigar uma desvalorização abrupta do real,<sup>416</sup> o que não recomendava desviar recursos da função prudencial desempenhada pelo banco central para a alocação daqueles recursos a ativos de maior risco. Em reação à crise, o Governo federal também adotou uma série de medi-

---

415 Ver seção 2.3.

416 BCB, 2009, p. 9.

das anticíclicas, que significaram aumento do gasto público, de modo a atenuar o impacto da crise externa sobre o PIB e o emprego.

Esses fatores influenciaram as decisões sobre os objetivos e a forma de financiamento do FSB, cujo mandato inclui investir em ativos no Brasil e mitigar os efeitos dos ciclos econômicos. Além disso, o Governo optou financiar o fundo principalmente por meio de receitas fiscais e pela emissão de títulos, com as reservas internacionais permanecendo sob a guarda do BC exclusivamente para sua função de prevenção e administração de crises.

### 7.2.1. Debate público: financiamento e objetivos

O debate público em torno da criação do FSB se concentrou, sobretudo, na existência ou não no Brasil de condições macroeconômicas adequadas para a iniciativa, com base implícita nos modelos de países superavitários detentores de investidores soberanos (exportadores de petróleo e países asiáticos com desenvolvimento baseado nas exportações).

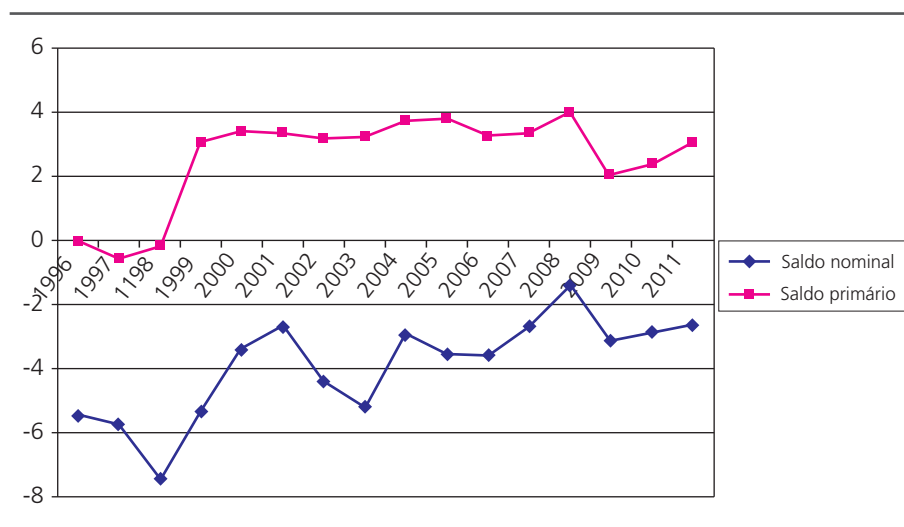
Um primeiro conjunto de críticas à iniciativa se referia à forma e às fontes de financiamento do fundo, considerando que o Brasil apresenta déficit anual no orçamento (“déficit nominal”) e na conta corrente do balanço de pagamentos.<sup>417</sup> O Governo decidiu capitalizar o FSB, não com a absorção de uma parte das reservas existentes ou daquelas ainda por serem adquiridas pelo BC, mas com recursos adicionais resultantes de receitas fiscais e da emissão de títulos governamentais. Esse é o mesmo mecanismo pelo qual o Brasil tem acumulado reservas internacionais, exceto que o FSB pode também promover investimen-

---

417 O sítio na Internet do ex-presidente do BCB Gustavo Franco (<<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/>>) contém amplo acervo do debate sobre a matéria. Ver, entre outros, FREITAS *et al.* (2008); GARCIA (2007); GOLDFAJN (2008); HADDAD (2007); LOYOLA (2007); PINOTTI (2007); PASTORE (2008); e SCHWARTSMAN (2007). No Congresso Nacional, ver pronunciamento em sessão do Senado Federal do senador Francisco Dornelles (PP-RJ), em 20 de maio de 2008 (DORNELLES, 2008).

tos em ativos no Brasil. Alguns autores consideram que o FSB se distingue de tal forma dos investidores soberanos mais antigos de outros países, com respeito a sua forma de financiamento e objetivos, que não deve ser classificado como um fundo soberano, mas como um “instrumento adicional de política”.<sup>418</sup> A situação histórica da conta corrente do balanço de pagamentos do Brasil é exibida na Figura 2. Apresenta-se, na Figura 3, abaixo, a trajetória recente do saldo fiscal (primário e nominal) brasileiro como proporção do PIB.

Gráfico 3  
Resultado fiscal do setor público (% do PIB)  
1996-2011



Fonte: FMI. *World Economic Outlook (WEO) Database*, abril de 2012. Gráfico de elaboração própria, com inspiração em MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010d, p. 14. A linha superior (saldo primário) contabiliza receitas e despesas, exceto o pagamento com juros. A linha inferior (saldo nominal) inclui as despesas com juros.

A maioria dos críticos citados opina que o déficit nominal do setor público brasileiro, não obstante o seu nível moderado e a existência

418 FREITAS *et al.*, 2008.

de superávit primário (receitas menos despesas, exceto pagamento de juros), conforme se observa no gráfico, obriga o Governo a contrair dívidas a custo elevado no mercado interno para adquirir ativos em moeda estrangeira de menor rendimento, o que não teria recomendado a criação do FSB. Embora baseada numa informação correta sobre as contas públicas, essa argumentação tem um ponto de partida questionável do ponto de vista da decisão de política econômica que levou ao estabelecimento do Fundo. Uma vez decidida a conveniência de acumular maior quantidade de reservas em moeda estrangeira para diversas finalidades de política econômica, a questão passa a ser a escolha sobre a melhor forma de administrá-las, com vistas a minimizar o custo da aquisição de divisas.<sup>419</sup>

A decorrência lógica das críticas seria a interrupção pelo Brasil da política de acumulação de divisas estrangeiras, tanto para a finalidade prudencial, quanto para o fundo soberano, induzindo o governo a priorizar outros instrumentos de política econômica para alcançar objetivos semelhantes (como evitar sobrevalorização cambial). A crise de 2007-2009, entretanto, solidificou a avaliação do BCB de que é aceitável o custo (*negative carry*) da acumulação de reservas “excedentes” ou como tal consideradas segundo a teoria econômica corrente, tratada no Capítulo 1.<sup>420</sup>

Recomendar que o Brasil persista na compra de reservas, elevando-as a um patamar mais do que suficiente para a prevenção e administração de crises, e, ao mesmo tempo, condenar a criação do FSB equivale a estimular uma gestão financeira menos rentável, ainda que mais segura, dos recursos da União, considerando que uma das funções tradicionais de um investidor soberano é precisamente atenuar

---

419 Edwin Truman resume o raciocínio com a seguinte indagação: “Once they are there, what does a country do with them?” (*apud* EL-ERIAN, 2008, p. 240).

420 BCB, 2010, p. 7. Em apoio à política do BCB, Maria Cristina P. de Freitas cita o “indicador amplo de liquidez externa”, que seria a proporção das reservas internacionais em relação às necessidades brutas de financiamento externo e ao estoque de investimento estrangeiro de portfólio (FREITAS, 2009, p. 135).

o custo fiscal da acumulação de moeda estrangeira, ao obter melhor rendimento sobre o capital investido, seja no Brasil, seja no exterior.

Outra vertente de questionamento do FSB diz respeito à destinação dos recursos do fundo, especialmente seu foco dual em ativos no Brasil e no exterior. Um dos objetivos dos investidores soberanos é contribuir para a diversificação da riqueza nacional, obtida pelo investimento em diferentes classes de ativos, setores, empresas, moedas e regiões geográficas. A possibilidade conferida pela Lei nº 11.887/2008 para que o FSB invista em ativos no Brasil é apontada por alguns economistas como contrária a esse objetivo, uma vez que os ativos localizados no Brasil oscilam de modo correlacionado com os fundamentos da economia brasileira, perdendo valor nas fases de baixa dos ciclos econômicos, nas quais os recursos confiados a um investidor soberano teriam como função compensar as perdas no mercado doméstico.<sup>421</sup>

Embora possa apresentar desafios do ponto de vista da rentabilidade e da conservação do valor dos ativos, a previsão de investimentos pelo fundo no Brasil não constitui característica exótica do FSB, na medida em que se antecipa um papel crescente dos investidores soberanos na economia nacional (seção 3.2) e que alguns investidores, como a *Temasek* de Cingapura, investem grande parte de seus recursos em empresas nacionais.<sup>422</sup>

É evidente, todavia, que um foco prioritário no mercado doméstico, o que não constitui necessariamente o caso do FSB, vai de encontro aos critérios usuais que conduzem à criação de um investidor soberano, podendo com isso transformá-lo em instituição semelhante a um banco de desenvolvimento financiado com recursos orçamentários. Considerando o seu papel no financiamento do setor privado, alguns autores chegaram a sugerir que a ampliação direta do *fundings* do BNDES, mediante a emissão de títulos do banco no mercado inter-

---

421 SCHWARTSMAN, 2007. Ver também LOYOLA, 2007.

422 Telegrama 653 expedido pela Embaixada em Cingapura em 27/12/2007, parágrafo 6º.

nacional, teria configurado alternativa superior ao FSB no apoio ao setor privado brasileiro.<sup>423</sup>

O FSB também pode, em tese, apoiar empresas brasileiras via financiamento das exportações. Os críticos preocupados com as implicações macroeconômicas do fundo apontam que esses recursos, após repassados a uma empresa brasileira ou a um importador estrangeiro, podem voltar à economia brasileira uma vez recebidos pela empresa nacional sob a forma de pagamento pelas exportações, frustrando o objetivo de contenção da apreciação cambial.<sup>424</sup> Não fica esclarecido, contudo, por que razão tal risco não causa preocupação se considerado em exame de outras modalidades de financiamento às exportações apoiadas por recursos públicos, no Brasil ou no exterior. Além disso, o financiamento às exportações não constitui doação aos exportadores, os quais, se internalizarem esses recursos no Brasil, terão em algum momento que extinguir sua dívida.

### 7.2.2. Perspectivas de diferentes atores governamentais

A gestão das reservas internacionais constitui atribuição legal do BCB,<sup>425</sup> resultado da importância do câmbio para a estabilidade econômica, com impacto não apenas sobre o equilíbrio externo da economia (balanço de pagamentos), mas também sobre o equilíbrio interno (inflação), ao afetar os preços dos produtos importados no mercado nacional. Por essa razão, o BCB está presente no mercado de câmbio, embora, no regime de metas de inflação e câmbio flutuante, o objetivo de sua atuação não seja determinar a cotação do real em relação ao dólar e outras moedas.<sup>426</sup>

---

423 FREITAS *et al.*, 2008.

424 HADDAD, 2007.

425 Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (*apud* BCB, 2009, p. 8).

426 Num plano teórico, a relação entre regime de câmbio e política monetária foi estabelecida pelo Prêmio Nobel Robert Mundell, formulador da teoria da “trindade impossível”. Um país, segundo Mundell, não poderia manter,

O BCB, portanto, considera a gestão das reservas internacionais parte do cumprimento de seu mandato de preservação da estabilidade monetária, o que leva a instituição a “assegurar liquidez, segurança e rentabilidade [na gestão das reservas], priorizando-se os dois primeiros fatores”.<sup>427</sup> Num período de crise aguda como aquele em que ocorreu o debate sobre a implantação do FSB, e ausentes prognósticos seguros sobre a profundidade e extensão da recessão mundial, prevaleceu enfoque de precaução, traduzido na continuidade da gestão da integralidade das reservas internacionais pelo BCB. A Exposição de Motivos nº 83, que acompanhou o Projeto de Lei de criação do FSB ao Congresso Nacional, em 3 de julho de 2008, confirma esse entendimento:

Observando as melhores práticas, a gestão das reservas internacionais no Brasil obedece a direcionamento que prioriza liquidez e segurança dos ativos, trabalhando com aplicações mais conservadoras, de menor risco. Ressalta-se que sob o ponto de vista de política monetária e cambial essa é uma opção altamente recomendável.<sup>428</sup>

Respeitando a esfera de responsabilidade do BCB, o Ministério da Fazenda anunciou, em 13 de maio de 2008, o projeto de gestão mais ativa de divisas adicionais adquiridas pelo Governo, sem subtrair das reservas em poder do Banco Central, pela criação do FSB. Na ocasião, o ministro Guido Mantega resumiu as condições macroeconômicas que tornavam possível a criação do fundo, algumas mencionadas anteriormente: nível de reservas internacionais e posição credora do país (inclusive perspectivas das reservas petrolíferas), política fiscal consis-

---

ao mesmo tempo, câmbio fixo, liberdade de política interna e liberdade de entrada e saída de capitais. Assim, um regime de câmbio fixo impõe restrições à política monetária, enquanto que o câmbio flutuante permite maior flexibilidade, sendo que cada arranjo tem vantagens e desvantagens (*apud* GILPIN, 2001: 248-250)

427 BCB, 2009, p. 11.

428 BRASIL, 2008a (E.M. 83/2008, parágrafo 6º, primeira parte).

tente e grau de investimento.<sup>429</sup> Essa visão se reflete na sequência do parágrafo reproduzido da E.M. nº 83/2008:

Contudo, a atual situação externa brasileira permite afirmar que parte do volume de divisas *na economia* poderia ser eficientemente canalizada para a aplicação em ativos no exterior bem como no fomento a investimentos estratégicos no exterior prestando, assim, maiores serviços aos interesses nacionais.<sup>430</sup>

Note-se que, na E.M. nº 83/2008, faz-se referência ao “volume de divisas na economia”, não às divisas que compõem as reservas internacionais, mantidas em separado sob controle do BC para o desempenho de sua função preventiva. O Executivo apenas defende no documento que a lei permita a acumulação de divisas no futuro tanto para as reservas internacionais, quanto para o investimento em ativos de maior risco, o Ministério da Fazenda assumindo a liderança das ações no último caso.

A administração exclusiva das reservas em moeda estrangeira pelo banco central não é generalizada no plano internacional. Em países como o Canadá, Japão e Reino Unido, as reservas internacionais encontram-se sob a guarda de seus ministérios das Finanças, responsáveis pela política fiscal, enquanto que nos EUA as reservas não denominadas em dólares estão divididas entre a Reserva Federal e o Fundo de Estabilização Cambial do Departamento do Tesouro.<sup>431</sup> Pode-se dizer que o FSB introduz no Brasil essa dimensão fiscal da gestão de divisas, coincidindo com a decisão do Governo de utilizar a política fiscal em reação à crise, função anticíclica para a qual o FSB deverá doravante contribuir.

---

429 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2008, p. 2. O grau de investimento foi atribuído pela primeira vez ao país pela agência de classificação de risco *Standard and Poor's* em 30 de abril de 2008 (Fonte: “Brasil é elevado a grau de investimento”, *OESP*, 30/4/2008, em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)>, acesso em 19/1/2011).

430 BRASIL, 2008a (E.M. 83/2008, parágrafo 6º, segunda parte).

431 TRUMAN, 2010, p. 28.



A política externa constitui uma terceira perspectiva governamental a respeito do FSB. Desse ponto de vista, a criação do fundo, em complemento à acumulação de reservas internacionais pelo BCB, significa, em primeiro lugar, mais um marco de redução da vulnerabilidade externa do País, com impacto positivo sobre a capacidade brasileira de projetar influência no plano internacional e participar de modo mais assertivo nas instâncias internacionais de governança econômica, como o G20. Em segundo lugar, a inclusão, no mandato do FSB, do objetivo de apoiar projetos estratégicos no exterior tem evidente repercussão na atuação externa e diplomática do Governo brasileiro. Ao mesmo tempo em que o FSB se soma a outros instrumentos de promoção de interesses brasileiros no exterior, suas atividades também aumentam o potencial de contato e mesmo de divergência com os interesses estratégicos de outros países, não somente eventuais receptores de investimentos do fundo, mas também concorrentes do FSB por oportunidades de investimento ao redor do mundo.

Existem, portanto, três perspectivas governamentais básicas a respeito do FSB. A primeira, do BCB, pode ser resumida como conservação do papel preventivo das reservas internacionais. A segunda, representada pelo Ministério da Fazenda, compõe o quadro de recuperação da política fiscal ativa como instrumento de política econômica. O Itamaraty representa a terceira perspectiva, na qual o FSB é fator de projeção do País e, simultaneamente, fonte potencial de competição e conflito com outros países.

### **7.2.3. Legislação: a Lei nº 11.887/2008 e decretos de regulamentação**

A Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008,<sup>432</sup> define os objetivos do FSB, estabelece diretrizes para a elaboração de uma política

---

<sup>432</sup> BRASIL, 2008b. Está em tramitação, ao tempo da redação deste trabalho, a Medida Provisória nº 513, de 26/11/2010, que modifica artigos da lei 11.887/2008, inclusive para o estabelecimento de procedimentos para a aquisição de ativos financeiros externos por intermédio de instituição financeira federal no exterior.

de investimentos pelo fundo, especifica suas fontes de financiamento e fixa algumas regras de governança e prestação de contas. Complementam a Lei o Decreto nº 7.055, de 28 de dezembro de 2009,<sup>433</sup> que regulamenta o FSB, e o Decreto nº 7.113, de 19 de fevereiro de 2010,<sup>434</sup> o qual, conforme determinado na Lei, institui o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB).

O artigo 1º define o FSB como “fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior”. À luz do exposto anteriormente neste trabalho, a maior parte dos objetivos proclamados no artigo 1º não constitui novidade do FSB em comparação com outros investidores soberanos, inclusive o propósito de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos. A referência explícita à finalidade de contribuir para interesses estratégicos do país no exterior representa, no entanto, característica particular do FSB, sendo postura mais comum dos investidores soberanos evitar qualquer aparência de motivação dessa natureza sobre suas políticas de investimentos.

O objetivo declarado no artigo 1º deve ser interpretado em conjunto com o disposto no artigo 2º, segundo o qual “os recursos do FSB serão utilizados exclusivamente para investimentos e inversões financeiras”, o que pode indicar propensão do FSB a não assumir controle de companhias no exterior, política a ser definida pelo CDFSB. Do ponto de vista político, não é possível descartar que a menção a “projetos de interesse estratégico” na Lei brasileira seja interpretada por países receptores como uma política de aquisição de ativos financeiros de empresas atuantes em setores sensíveis, como energia, infraestrutura, indústria pesada e informática, entre outros, embora não haja evidência de preocupação no exterior com os propósitos do FSB. Cabe recordar, nesse contexto, que o *Fonds Stratégique* francês admite, con-

---

433 BRASIL, 2009.

434 BRASIL, 2010a. Os três atos normativos tratados nesta subseção são compilados no Anexo I.

forme indica seu próprio nome, o investimento estratégico, inclusive de caráter defensivo, realizado em empresas nacionais para evitar sua compra por investidores soberanos estrangeiros, preferencialmente em conjunturas de crise, que provocam o declínio dos preços das ações e tornam as empresas vulneráveis à aquisição por estrangeiros.<sup>435</sup>

Quanto às fontes de financiamento do Fundo, o artigo 4º dispõe que “poderão constituir recursos do FSB: I – recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública; II – ações de sociedade de economia mista federal excedentes ao necessário para manutenção de seu controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; III – resultados de aplicações financeiras à sua conta; e IV – títulos da dívida pública mobiliária federal”. Dois aspectos principais sobressaem do texto legal: a ausência de menção a recursos extraídos das reservas internacionais e a possibilidade de financiamento tanto pela via fiscal das “fontes primárias” (recursos orçamentários resultantes da arrecadação tributária) quanto pela via financeira do lançamento de títulos públicos.<sup>436</sup>

Quanto à aplicação dos ativos, o artigo 3º do Decreto nº 7.055/2009 fixa alguns critérios mínimos a serem respeitados, independentemente da classe de ativo em questão, aos quais se acrescentam as metas estabelecidas pelo CDFSB. O parâmetro para as aplicações em ativos financeiros no exterior é a *London Interbank Offered Rate (Libor)* de seis meses e o patamar mínimo de rentabilidade para as aplicações em ativos financeiros no Brasil é a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). As aplicações do FSB devem ser realizadas em ativos que tenham recebido a classificação de grau de investimento de pelo menos duas agências de classificação de risco.

---

435 Ver Seção 1.6.

436 Ver MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2008, p. 7.

O FSB pode efetuar investimentos tanto direta quanto indiretamente, no último caso por meio do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE), constituído por instituição financeira federal (Banco do Brasil), do qual a União é cotista única (artigo 7º da Lei). Mesmo quando o fundo investe por sua própria conta, o CDFSB pode aprovar a contratação de agentes operadores externos para a administração de seus recursos, que devem ser instituições financeiras federais (artigo 2º, inciso I; artigo 6º, parágrafo 2º, da Lei nº 11.887/2008). O FFIE, de acordo com o parágrafo 1º do artigo 7º, tem natureza privada, patrimônio separado da União e direitos e obrigações próprios.

A Lei nº 11.887/2008 contém ainda dispositivos sobre a governança do FSB e determina, em seu artigo 3º, que as regras de supervisão prudencial do fundo seguirão “as melhores práticas internacionais”. A Lei prevê a criação do CDFSB, composto pelos ministros da Fazenda e Planejamento e pelo presidente do BCB, cabendo ao colegiado aprovar “a forma, o prazo e a natureza dos investimentos do FSB” (artigo 6º). O Decreto nº 7.113/2010, que institui o CDFSB, detalha, em seu artigo 3º, as responsabilidades do colegiado na definição da política de investimentos do FSB, que incluem orientar a aplicação e o resgate de recursos, este permitido, segundo o artigo 5º da Lei, apenas para a finalidade de mitigação dos ciclos econômicos; aprovação de “projetos de interesse estratégico nacional (...) atendidas as melhores práticas de governança”; definição de limites de exposição do fundo a cada classe de ativo e metas de rentabilidade para cada um deles; e fiscalização da gestão dos recursos, cabendo-lhe aprovar o relatório de administração e as demonstrações financeiras do FSB.

A prestação de contas das atividades do fundo ao Congresso Nacional, por sua vez, compete ao Ministério da Fazenda, que deve enviar ao Parlamento relatório trimestral de desempenho do FSB, de acordo com o artigo 10 da Lei. O artigo 5º do Decreto nº 7.055/2009 acrescenta que “o FSB terá suas contas auditadas pelos órgãos de controle da administração pública federal”. O artigo 8º do mesmo Decreto

determina à Secretaria do Tesouro Nacional a elaboração de relatório semestral sobre as atividades do Fundo.

O “Relatório de Desempenho do FSB” relativo ao terceiro trimestre de 2009 contém informações sobre as atividades iniciais do FSB.<sup>437</sup> Segundo o documento, o aporte inicial ao FSB e a integralização das cotas do FFIE ocorreram ambos em 30 de dezembro de 2008. A totalidade do valor atribuído ao FSB, R\$ 14,2 bilhões, foi aplicada no FFIE, caracterizado como “fundo multimercado, exclusivo, devidamente registrado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)” e administrado pela BB Gestão de Recursos DTVM S.A.<sup>438</sup> Até o presente, os investimentos de maior alcance do FFIE, que dispõe de R\$ 18,7 bilhões após auferidos rendimentos sobre o capital inicial, foram realizados em ações da Petrobras e do Banco do Brasil, que respondem, respectivamente, por 79,5% e 10,4% do patrimônio líquido do fundo.<sup>439</sup>

No momento da redação deste trabalho, algumas questões relativas à política de investimentos do FSB permanecem em aberto, aguardando deliberação do CDFSB, como distribuição geográfica dos investimentos (no caso de eventuais investimentos no exterior) e classes de ativos prioritárias, além da postura do fundo (questão do “investidor passivo”).<sup>440</sup>

### 7.3. O Fundo Social do pré-sal

O foco principal deste Capítulo é o FSB. A promulgação da Lei nº 12.351, em 22 de dezembro de 2010,<sup>441</sup> impõe, contudo, breve nota sobre a criação do Fundo Social (FS), no marco normativo que disci-

---

437 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2009.

438 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2009, p. 4.

439 Valores consultados em 19/1/2011, atualizados até 10/1/2011. As informações sobre o FFIE estão disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>> (acesso em 19/1/2011).

440 TESOURO NACIONAL, 2010.

441 BRASIL, 2010b.

plina a exploração e produção de petróleo nas áreas do pré-sal. O FS representa a perspectiva de um segundo investidor soberano brasileiro, semelhante em alguns de seus objetivos aos investidores de países exportadores de petróleo, não obstante a maior diversificação da economia brasileira. Em seu discurso de posse, em 1º de janeiro de 2011, a senhora presidenta da República, Dilma Rousseff, referiu-se à função que será desempenhada sobretudo pelo FS na gestão da riqueza derivada das recentes descobertas petrolíferas:

O meu governo terá a responsabilidade de transformar a enorme riqueza obtida no Pré-Sal em poupança de longo prazo, capaz de fornecer às atuais e às futuras gerações a melhor parcela dessa riqueza, transformada, ao longo do tempo, em investimentos efetivos na qualidade dos serviços públicos, na redução da pobreza e na valorização do meio ambiente. Recusaremos o gasto apressado, que reserva às futuras gerações apenas as dívidas e a desesperança.<sup>442</sup>

As principais distinções entre o FS e o FSB podem ser identificadas na forma de financiamento de cada fundo e nos seus objetivos. O FS, ao contrário do FSB, não será financiado, em princípio, a partir da emissão de títulos da dívida mobiliária federal. O capital do FS será baseado em parcela dos bônus de assinatura que lhe for destinada pelos contratos de partilha de produção, parcela dos *royalties* que couberem à União, receitas derivadas da comercialização de petróleo e outros hidrocarbonetos, e rendimentos das aplicações financeiras do próprio fundo, além de outros recursos que lhe forem destinados por lei (artigo 49, I a VI).

Os objetivos do FS também diferem daqueles definidos para o FSB. O FS deverá constituir fonte de recursos para o combate à pobreza e o desenvolvimento social e regional, em áreas como educação, cultura, esporte, saúde, ciência e tecnologia, meio ambiente e mudan-

---

442 PRESIDÊNCIA, 2011.

ça do clima (artigo 47). Além disso, o FS deverá servir como meio de formação de “poupança pública de longo prazo” e instrumento de mitigação das “flutuações de renda e de preços na economia nacional, decorrentes das variações na renda gerada pelas atividades de produção e exploração de petróleo e de outros recursos não renováveis” (artigo 48, I a III).

A Lei nº 12.351/2010 contém, portanto, formulação diferente para o papel anticíclico do FS, em comparação com a Lei nº 11.887/2008. Em lugar de atenuação dos “ciclos econômicos”, ao FS caberá função relacionada aos efeitos específicos da produção de petróleo, distinção importante numa economia que, em contraste com outras economias dependentes do petróleo, apresenta elevado grau de industrialização e diversificação. A Lei que cria o FS tampouco se refere à promoção de interesses estratégicos no exterior, incluída entre os objetivos do FSB. A Lei nº 12.351/2010, embora não proíba investimentos em ativos no Brasil, determina que “os investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior” (artigo 50, parágrafo único), permitindo antever maior preocupação com a diversificação do portfólio do FS em comparação com o FSB.

Quanto à governança do FS, a Lei atribui ao Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social (CGFFS) responsabilidade pela política de investimentos (artigo 52), que, entre outros itens, inclui o montante a ser resgatado anualmente do fundo e a definição de percentuais de investimentos no Brasil e no exterior (artigo 53, incisos I e IV). O FS também conta com um Conselho Deliberativo (CDFS), mas à diferença do CDFSB, que define a política de investimentos do FSB, tem atribuição relacionada à destinação dos resgates do FS, com vistas ao cumprimento das finalidades sociais e econômicas do fundo (artigo 58). A Lei delega ao Executivo, por ato regulamentar, a decisão sobre a composição do CGFFS e do CDFS, assegurando, quanto ao primeiro, a presença dos ministros de Estado da Fazenda, Planejamento, Orçamento e Gestão, bem como do presidente do BCB (artigos 52, pará-

grafo 1º, e 58, parágrafo 1º). Assim como no caso do FSB, o Executivo deverá encaminhar relatório trimestral de desempenho ao Congresso Nacional. Essa função, todavia, não é atribuída explicitamente ao Ministério da Fazenda.

Como no FSB, por fim, a União poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FS, quando se tratar de investimentos efetuados diretamente pelo fundo, bem como participar como cotista único em fundo de investimento exclusivo a ser criado igualmente por instituição financeira federal, similar ao FFIE do FSB (artigos 54 e 55).

#### **7.4. O Brasil e os padrões de conduta de investidores soberanos: sugestão de enfoque**

As posições dos países que controlam investidores soberanos são articuladas principalmente no Fórum Internacional de FRS, antigo GTI-FRS, o qual, com o auxílio do FMI, produziu os GAPP ou “Princípios de Santiago”, em outubro de 2008. O Brasil participou da negociação dos Princípios como “observador de país receptor”,<sup>443</sup> tendo o FSB sido estabelecido posteriormente à adoção dos GAPP, por lei de dezembro do mesmo ano. No momento em que se redige este trabalho, o Brasil não é membro do Fórum Internacional de FRS. Não se pretende nesta altura retomar análise dos GAPP, feita em etapa anterior, mas apenas situar favoravelmente o Brasil e o FSB em matéria de regras de transparência e governança na comparação com outros países, passando-se na seção seguinte para considerações de ordem política e diplomática.

O FSB é um fundo de pequeno porte na comparação internacional, que se encontra em estágio de implantação de suas estruturas de gestão financeira e governança. Não obstante o FSB ainda busque

---

443 GTI-FRS, 2008, p. 30.



atingir o patamar de sofisticação gerencial de investidores soberanos mais antigos, o ambiente normativo e institucional ao qual o fundo – e futuramente o FS – tem de prestar contas é mais exigente do que aquele em vigor em alguns dos outros países que patrocinam investidores semelhantes. No caso do Brasil, a maior demanda por padrões elevados de governança não parte do exterior, mas da própria sociedade brasileira e das instituições que controlam o Executivo, como o Congresso Nacional, o Judiciário e o Ministério Público.

A aplicação corrente do FSB no FFIE é acessível a todo o público, inclusive com a identificação dos ativos e sua participação no portfólio, grau de detalhe superior àquele observado, por exemplo, nos últimos relatórios anuais da CIC e da ADIA (seção 5.3.4), relativos a 2009. Soma-se a essa abertura ao público a obrigação dos administradores do FSB de prestar contas a instâncias tanto “internas” de governança, como o CDFSB, quanto “externas”, como o Congresso Nacional.<sup>444</sup> Sobre esse ponto, instituições como a CIC e a ADIA pouco revelam de suas obrigações de prestação de contas a órgãos externos, preferindo estender-se sobre suas relações financeiras com o Estado (vinculação com o orçamento público ou com a gestão das reservas internacionais) e estruturas internas de governança (conselhos de administração e fiscal, por exemplo).<sup>445</sup>

Tendo em conta que o FSB prossegue em fase de construção, pode não ser oportuna, no curto prazo, postura excessivamente propositiva do Governo brasileiro no plano internacional. Num cenário de longo prazo, corresponde aos interesses brasileiros que o conjunto dos investidores soberanos evolua na direção de padrões de transparência que busquem não apenas apaziguar os países receptores de seus investimentos, mas também contemplar o interesse do público e das ins-

---

<sup>444</sup> Comentário baseado em TESOURO NACIONAL, 2010.

<sup>445</sup> ADIA, 2010, pp. 18-20; CIC, 2010, pp. 14-15. Não custa lembrar que os investidores soberanos de Noruega e Nova Zelândia são reconhecidos por elevado grau de transparência, segundo os estudos comparativos de Truman (2007a, 2010). Os investidores soberanos de Chile e Cingapura também apresentam classificação razoável no *ranking* não oficial, o qual é distorcido pela presença de fundos de pensão e entidades subnacionais de países desenvolvidos.

tituições políticas por maior conhecimento de suas atividades, o que não significa necessariamente maior direção política dos investimentos. Trata-se, inclusive, de um fator de competitividade para o FSB, cujas posições e investimentos no mercado podem ser usados pelos demais investidores em benefício próprio, sem que haja reciprocidade.

Os Princípios de Santiago contêm recomendações sobre prestação de contas (princípios 6 a 10), que preconizam o estabelecimento de regras internas sobre o tema, mas evitam definir padrões mínimos, o que é compreensível, considerando a diversidade do grupo negociador.<sup>446</sup> Outro obstáculo a movimento nessa direção origina-se no fato de que, em meio às preocupações com a interferência de interesses geopolíticos no seu processo decisório, os investidores soberanos foram estimulados a adotar discurso de autonomia em relação a seus Estados de origem e a adotar estrutura empresarial, com prioridade para os controles internos.<sup>447</sup> Interpretado à maneira dos próprios investidores, o objetivo da transparência no plano internacional poderá significar cada vez mais a ideia de reforço da “independência” do que maior controle público, quando, na realidade, este seria medida mais eficaz contra alegadas influências políticas sorrateiras sobre as decisões de investidores soberanos.

## 7.5. FSB, inserção internacional e política externa

Embora o FSB ainda se encontre no estágio inicial de sua operação e da consolidação de uma política de investimentos, o seu estabelecimento, assim como, no futuro próximo, o do FS, tem impacto sobre a inserção internacional do Brasil e a política externa brasileira em múltiplas dimensões. Os indicadores relevantes no campo da política externa são o efeito sobre a projeção internacional do Brasil, a posição

---

446 GTI-FRS, 2008, pp. 7-8.

447 Ver, por exemplo, ADIA, 2010, p. 3.

relativa do País na economia mundial e as perspectivas de conflito e cooperação com outros países em consequência da atuação dos investidores soberanos brasileiros.

Do ângulo político, a criação de um investidor soberano como o FSB, ainda que restrito a aplicações em ativos financeiros, gera a expectativa de participação ou mesmo de controle sobre empresas de importância estratégica no exterior. O emprego da capacidade financeira do Estado para adquirir ativos no exterior representa oportunidade de maior projeção internacional do Brasil, traduzido em poder e prestígio no sistema internacional. Isso ocorre, num primeiro momento, pela possibilidade de acesso a recursos físicos possuídos por empresas estrangeiras ou contato com a inovação gerada no país receptor, que por sua vez podem ser empregados no desenvolvimento industrial do País, inclusive em áreas sensíveis, como a indústria de defesa, que se beneficia tanto de matérias-primas quanto da incorporação de novas tecnologias para o seu florescimento.

A aquisição de ativos estratégicos no exterior não precisa ser realizada às expensas do Estado receptor. Por meio da atividade diplomática, é possível identificar setores e indústrias em que os investimentos soberanos brasileiros seriam de interesse também para o Estado receptor.<sup>448</sup> Quando a coincidência de interesses não é possível, o Brasil, na qualidade de Estado investidor, pode ainda buscar formas de mitigar o potencial de conflito com o Estado receptor, sobretudo em países em desenvolvimento, com iniciativas compensatórias, como investimentos e assistência oficial, em condições concessionais, a projetos de desenvolvimento econômico e social priorizados pelo Estado receptor.<sup>449</sup>

---

448 A análise de Morrow sobre os “jogos de soma positiva” tem interesse para a diplomacia: “because non-zero-sum games create the possibility of cooperative behavior between the players, we must consider the players’ ability to coordinate their strategies through communication” (MORROW, 1994, p. 75).

449 O ministro das Relações Exteriores Celso Amorim (2003-2010), questionado sobre a oportunidade dos gastos do Governo brasileiro na assistência a países em desenvolvimento, responde que “o que o Brasil gasta, na verdade, é ínfimo”. Continua o ministro de Estado que “nossa cooperação técnica é comparável talvez à de um pequeno país europeu, tipo Áustria”, indicando a possibilidade de ampliação desse tipo de cooperação por um país de grande porte como o Brasil (ITAMARATY, 2010c).

Quando os alvos de capitais soberanos brasileiros estiverem localizados em países em desenvolvimento, o emprego de instrumentos cooperativos poderia contribuir para afastar eventual percepção de distanciamento do País em relação ao mundo em desenvolvimento, decorrente do ritmo e consistência das transformações internas do País. A aceleração do crescimento econômico e do desenvolvimento social nos últimos anos, associada à integração progressiva do Brasil aos centros de decisão sobre vários temas de interesse global, se reflete numa ênfase crescente no discurso brasileiro ao caráter *solidário* da política externa brasileira em relação a outros países em desenvolvimento. Trecho do “Balanço de Política Externa 2003-2010” expressa o quanto essa política brasileira já constitui uma realidade na África, sem que estejam em questão recursos do FSB:

Com seus parceiros africanos, o País engendrou esforços pioneiros em matéria de concertação político-diplomática, investimentos diretos e cooperação técnica. Trata-se de política *solidária* e humanista, que almeja reduzir assimetrias, promover o desenvolvimento e combater a pobreza. Há, no entanto, ganhos concretos auferidos pelo Brasil em seu relacionamento com a África: o acesso a novos mercados, vantajosas oportunidades econômicas e maior influência em foros multilaterais. Ou seja, o engajamento com a África eleva o perfil internacional do Brasil.<sup>450</sup>

Como apontado no Capítulo 2, a China busca abordagem semelhante na África, para dissipar críticas a sua presença naquele continente. Uma série de aspectos diferencia, contudo, as situações do Brasil e da China. Em primeiro lugar, retomando noção adiantada àquela altura do trabalho, o Brasil possui considerável *soft power*, representado por fatores de atração não só gerais, como as instituições democráticas, cultura, tradição de solução pacífica de conflitos e postura diplomática

---

450 ITAMARATY, 2010b, pp. 34-35 (Resumo Executivo).

historicamente identificada com os interesses do mundo em desenvolvimento, mas também específicos, como, no caso da África, laços históricos e linguísticos em comum com vários países do continente, alguns dos quais são também ricos em matérias-primas.

Um segundo elemento de diferenciação pode ser extraído do texto destacado do “Balanço 2003-2010”. A abordagem solidária e humanista em relação à África, embora possa render benefícios econômicos e políticos concretos, como acesso a mercados e maior influência em foros multilaterais, não está condicionada a esses resultados. Trata-se de política que precede qualquer interesse em disputa global por recursos estratégicos, o que contribui para a credibilidade das ações brasileiras no continente africano.

Terceiro, o Brasil, em comparação com a China e também a Índia, apresenta menor carência de alguns recursos, sobretudo naturais, necessários a seu desenvolvimento, em função da estabilização de seu crescimento populacional e da riqueza agrícola, mineral e energética existente em seu próprio território. Isso não significa a conveniência de postura desinteressada com respeito à mencionada disputa por recursos, mas a possibilidade de o País ser mais seletivo e paciente do que concorrentes ao ser confrontado com eventuais custos políticos de determinadas oportunidades de acesso a ou controle sobre ativos sensíveis, o que tem efeito positivo nas relações com outros países.

Em relação aos países desenvolvidos, que também deverão receber capitais soberanos brasileiros, o Brasil igualmente aparece em posição vantajosa, em grande parte como resultado dos mesmos fatores de *soft power* antes mencionados. Neste caso, as características políticas e sociais do Brasil contribuem para afastar o receio da transferência de ativos sensíveis a “países menos ancorados nos costumes econômicos, financeiros e políticos” do Ocidente, conforme a formulação de Truman citada no Capítulo 4. Além disso, concretamente, o Brasil, embora dotado de um setor exportador cada vez mais dinâmico, não pratica políticas econômicas que baseiam o crescimento na demanda

externa, tendo expandido seu mercado interno nos últimos anos e contribuído dentro das suas possibilidades para a demanda global.

A perspectiva de aumento do poder nacional não é isenta de custos, todavia, mesmo para país com as características do Brasil. A acumulação de riqueza soberana representa tanto oportunidade de aprofundar a solidariedade em relação a outros países em desenvolvimento, por meio do apoio financeiro a projetos de interesse do país receptor, quanto fonte de competição com outros Estados, tanto receptores de futuros investimentos soberanos brasileiros, quanto terceiros países que concorrem pelos mesmos ativos estratégicos no plano internacional.

Ainda que haja beneplácito governamental a aquisições brasileiras, o FSB poderá enfrentar a oposição de setores da sociedade e empresariado dos países de destino de seus investimentos, o que comporta riscos para a imagem do Brasil como potência benigna, sobretudo da perspectiva de outros países em desenvolvimento. A resistência nos países receptores a capitais soberanos do Brasil pode originar-se não só de governos, classe política e opinião pública, mas também de empresas locais que concorrem com o capital estrangeiro pela aquisição de ativos de elevado valor estratégico ou comercial em seu território.

O exame da experiência internacional da Petrobras, presente em 27 países além do Brasil,<sup>451</sup> bem como da atuação da diplomacia brasileira em casos como o da ocupação militar de instalações da empresa na Bolívia, em maio de 2006, contribuiria para a antecipação de desafios a serem enfrentados pelo FSB na sua interação com questões políticas, legais e regulatórias em países de destino de seus investimentos.<sup>452</sup> O caso da Bolívia também oferece exemplo de resistência “não governamental” à presença da Petrobras, dado pela ocupação de uma das estações de controle do Gasoduto Yacuiba-Rio Grande, trecho

---

451 Para visão panorâmica das operações internacionais da Petrobras, sugere-se consulta ao sítio “Petrobras no Mundo”, em <[www.petrobras.com](http://www.petrobras.com)>.

452 Ver Exposição do ministro de Estado Celso Amorim (2003-2010) à Comissão de Relações Exteriores e Defesa Nacional do Senado Federal sobre as Relações Brasil-Bolívia, em 9/5/2006 (ITAMARATY, 2006b).

alimentador do Gasoduto Brasil-Bolívia, em 21 de agosto de 2006, por membros da comunidade indígena Guarani.<sup>453</sup>

Quanto às implicações da criação do FSB para a posição relativa do Brasil na economia internacional, é inegável que a acumulação de vasta riqueza soberana sob controle do Estado brasileiro pode ser benéfica ao País em termos não apenas de bem-estar econômico, mas também de participação no processo decisório internacional em matéria econômica. Os recursos em moeda estrangeira do FSB e, futuramente, do FS, podem contribuir para o bem-estar econômico na medida em que permitam combate à volatilidade cambial e ao contágio de choques externos adversos, numa função estabilizadora da economia,<sup>454</sup> bem como expor o Brasil a inovações e conhecimento produzido no exterior, beneficiando eventuais objetivos de política industrial apontados na seção 2.3. Do ângulo da ascensão nas estruturas decisórias internacionais, a contribuição da riqueza soberana é dar credibilidade e respaldo financeiro à participação do País nos esforços de aperfeiçoamento da arquitetura financeira internacional, como se verificou no empréstimo concedido ao FMI, no valor de US 10 bilhões, formalizado em janeiro de 2010, como resultado das discussões no âmbito do G20.<sup>455</sup>

A propriedade de volume substancial de ativos no exterior pode ser fonte de influência sobre o processo decisório no plano internacional e ainda no plano interno dos países receptores. Um Estado investidor pode valer-se desse fato para promover a convergência de outros países na direção de seus interesses, sobretudo quando se trata de países que dependem de capitais estrangeiros para o financiamento de déficits externos.<sup>456</sup> A propriedade de ativos no exterior representa, ao mesmo tempo, fator de vulnerabilidade, tanto em termos políticos

---

453 ITAMARATY, 2006c.

454 Na primeira reunião do CDFSB, em 17/9/2010, decidiu-se que o Gestor do FSB ficava autorizado a adquirir moeda estrangeira, sem limite para as operações e sem impacto no orçamento por se tratar de gestão de recursos do Tesouro Nacional, não despesa pública (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010f).

455 MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010e.

456 Ver SETSER, 2008, pp. 5, 18.

quanto econômicos. Significa que parte da riqueza nacional encontra-se sob a jurisdição de um país estrangeiro, que pode afetar o valor, o uso ou as condições de competição de uma empresa ou ativo por meio de instrumentos tanto de caráter discriminatório ao capital estatal estrangeiro, quanto de aplicação horizontal, como as políticas monetária e cambial. Isso impõe ao Estado investidor permanente vigilância aos assuntos internos do Estado receptor, para proteger não somente a *titularidade* dos ativos possuídos, mas também o seu *valor*.

A primeira vulnerabilidade, de origem política, corresponde à incerteza sobre o compromisso do Estado receptor com o respeito em seu território aos direitos de propriedade do Estado investidor. O receio de expropriação direta ou indireta<sup>457</sup> pelo Estado receptor pode oferecer hipótese plausível da preferência dos investidores soberanos por ativos localizados em países da OCDE, sobretudo os EUA, com tradição supostamente mais arraigada de respeito aos direitos de propriedade. O risco político global incorrido pelo FSB tende a aumentar na hipótese de diversificação de seu portfólio na direção de países instáveis do ponto de vista político-institucional, porém dotados de recursos estratégicos abundantes, que atraem o interesse de investidores soberanos de terceiros países e também do Brasil.<sup>458</sup>

Uma indagação legítima diz respeito à conveniência dos APPIs numa realidade em que o Brasil se torna um investidor cada vez mais importante no exterior, por meio tanto de capitais privados quanto estatais. Afora a possibilidade de simples descumprimento desses acordos internacionais por outros países, hipótese de modo algum improvável em situações política e institucionalmente conturbadas, caberia analisar se as restrições que o Brasil apresenta a esse tipo de

---

457 O conceito de expropriação não compreende apenas as expropriações diretas ou “nacionalizações”, que envolvem a transferência de título de propriedade do investidor estrangeiro para o Estado ou terceira parte. O conceito também cobre as expropriações indiretas ou “de fato”, representadas por medidas que não interferem no título de propriedade, mas afetam a “substância” da propriedade ou “esvaziam” o controle do proprietário sobre o seu bem (SCHILL, 2009, p. 82).

458 Recorde-se, contudo, que, no caso do FSB, o artigo 3º do Decreto 7.055/2009 determina que os investimentos em ativos estratégicos devem ter “grau de investimento” conferido por pelo menos duas agências de classificação de risco.



instrumento permitiriam a celebração de acordos que conferissem efetiva proteção aos capitais brasileiros no exterior, sem comprometer o atendimento de suas preocupações, ainda preponderantes, como receptor de investimentos (ou importador líquido de capitais).

No que diz respeito à vulnerabilidade econômica, os Estados receptores podem, a qualquer momento, adotar posturas inflacionárias ou de flexibilidade monetária, não necessariamente para promover a desvalorização cambial, mas podendo ter esse resultado como subproduto. A decisão da Reserva Federal dos EUA de recorrer ao “afrouxamento quantitativo” (*quantitative easing*) em 2009 e 2010, num quadro de taxa de juros próxima de zero, para superar o crescimento débil da economia norte-americana no pós-crise, é o tipo de medida que agrava de modo substancial o risco cambial com que se deparam os investidores soberanos e bancos centrais na gestão de recursos em moeda estrangeira.<sup>459</sup>

A política de alocação da riqueza soberana brasileira, sobretudo no tocante a sua dispersão geográfica e setorial, deverá levar em consideração, portanto, a perspectiva de uma interação estratégica e diplomática contínua com outros países, com graus diferenciados de poder político e econômico, e com o emprego de diversos métodos – jurídicos, políticos e econômicos – na proteção das riquezas do Estado e, por extensão, dos contribuintes, que estariam sujeitas a riscos e incertezas derivados da soberania e das considerações políticas de outros Estados.

## 7.6. Considerações finais

Examina-se, neste Capítulo, a perspectiva de uma transição gradual do Brasil da condição de país puramente receptor de investimentos de origem soberana para a de investidor soberano no exterior.

---

<sup>459</sup> A política de afrouxamento quantitativo foi explicada em nota na subseção 3.3.1.

A evolução abordada aqui integra quadro mais geral de exposição crescente de capitais brasileiros ao exterior, muito embora o País, em função do quadro deficitário da conta corrente do balanço de pagamentos, permaneça como importador líquido de capitais estrangeiros. Vários fatores poderão contribuir para inversão desses déficits, no médio para longo prazo, em especial a exploração e comercialização das novas reservas de petróleo.

A criação do FSB, além de atender a necessidades imediatas da gestão macroeconômica, representa um ensaio de provável papel mais proeminente do Brasil nas finanças internacionais, para o qual também poderá contribuir o FS.

Foram analisadas as possíveis consequências para a inserção externa do Brasil derivadas dessa realidade, inclusive os riscos de maior competição com outros países no plano da política internacional. Foi proposto, igualmente, um enfoque para o Brasil na negociação de padrões de conduta para os investidores soberanos em foros internacionais, em atendimento não apenas a objetivos diplomáticos, mas também a demandas internas da sociedade e das instituições brasileiras.

# Conclusões

## **1. O possível retorno ao centro da agenda econômica internacional**

A crise de 2007-2009 deslocou os investidores soberanos do lugar de destaque que ocupavam entre as principais preocupações dos Governos, sobretudo nos países desenvolvidos. A mudança nas prioridades dos países e da comunidade internacional não fez desaparecer, contudo, os fatores por trás da emergência desses atores econômicos globais, nem as razões de preocupação com investimentos dessas entidades estatais em setores sensíveis do ponto de vista estratégico, não obstante progresso em alguns investidores na área de transparência e mudanças normativas nos países receptores.

Os investidores soberanos emergiram há pouco tempo como atores de importância sistêmica na economia internacional, em consequência da acumulação de vastas reservas em moeda estrangeira por países em desenvolvimento. Por isso, a postura da maior parte dos países em relação ao tema encontra-se em evolução, sob a influência de suas posições tradicionais sobre o investimento estrangeiro em geral, da ideologia dominante em cada governo e de suas necessidades

conjunturais de atrair poupança externa para a manutenção da estabilidade macroeconômica.

Há um espectro amplo de perspectivas sobre o tema dos investidores soberanos. De um ângulo otimista, os investidores soberanos têm o potencial de contribuir para a estabilidade do sistema financeiro internacional, tanto pelo processo de diversificação geográfica de seu portfólio, quanto pelo papel como reservatórios de liquidez acionáveis em momentos de crise. Nessa visão, os riscos políticos apresentados pelos investidores soberanos, derivados de sua condição de agentes estatais, são sobretudo teóricos, não havendo evidências de que a promoção de objetivos estratégicos seja generalizada nessa categoria de investidores. De outro ponto de vista, os investidores soberanos representam desafio importante ao *status quo* internacional, não só econômico, mas também político, uma vez efetuada transição do poder financeiro acumulado pelos países que os controlam para a aquisição de vantagens estratégicas.<sup>460</sup>

Não se tem a pretensão aqui de oferecer via intermediária ou conciliatória entre essas duas posições. Embora muitos dos desafios expostos no trabalho ainda não se tenham materializado e sequer venham a concretizar-se, existem elementos importantes que merecem tratamento tanto pelo conjunto da comunidade internacional quanto por países individuais.

Se é necessário escolher um lado no espectro citado, este trabalho se situa no grupo mais preocupado com o fenômeno sob estudo, especialmente no que diz respeito ao interesse de investidores soberanos por empresas e recursos brasileiros. Ao mesmo tempo, não se endossam no trabalho soluções simplistas, como o aumento da transparência e a adoção de códigos de boas práticas como soluções exclusivas para o risco de expansão de investidores soberanos sobre ativos

---

<sup>460</sup> Cohen e DeLong ironizam as posições magnânimas (“the great and the good”) daqueles que supõem resolver os desafios associados aos investidores soberanos com uma agenda minimalista de regras de conduta e ainda mais profunda liberalização financeira nos países receptores (COHEN e DeLONG, 2010, pp. 4, 32).

política e estrategicamente sensíveis no Brasil, assim como em outros receptores de seus capitais.

Nas seções a seguir desta conclusão, serão resumidas e projetadas no futuro as principais questões atinentes aos investidores soberanos tratadas no presente trabalho, como a crescente vinculação dos investidores soberanos aos destinos da economia mundial; o seu impacto sobre a distribuição de poder no sistema internacional e o papel da política externa na administração de potenciais conflitos; a evolução institucional dos investidores soberanos; as possibilidades de reação dos países receptores, inclusive do Brasil; e as perspectivas do Brasil como investidor soberano.

## **2. Os investidores soberanos e os desequilíbrios macroeconômicos globais**

Embora nunca mencionados nos documentos oficiais do G20, os investidores soberanos têm futuro profundamente associado ao encaminhamento dos desequilíbrios macroeconômicos globais. Analisados antes da crise como agentes estatais com elevado grau de independência, com a missão de obter uma melhor relação risco-retorno no investimento de parte das divisas em moeda estrangeira possuídas por seus países de origem, os investidores soberanos são agora percebidos de forma mais clara como instrumentos adicionais de governos para executar políticas não raro voltadas para perpetuar os desequilíbrios. Investimentos chineses em ativos nos EUA, por exemplo, tendem a valorizar o dólar e manter subvalorizado o *renminbi*, independentemente da classe de ativos em que o investimento foi efetuado. O apoio a um determinado modelo de crescimento e desenvolvimento econômico representa, portanto, uma importante motivação estratégica da maioria dos investidores soberanos, em pé de igualdade com a obtenção de

ativos em setores sensíveis no exterior, como petróleo, mineração ou infraestrutura.

Os resultados nas discussões internacionais sobre os desequilíbrios globais poderão ter impacto muito superior sobre os investidores soberanos do que discussões sobre padrões de conduta tanto por países receptores quanto por investidores. Se bem sucedidos os esforços do G20 no sentido de reduzir os desequilíbrios, tenderá a desacelerar-se a acumulação de reservas internacionais pelos países superavitários e, portanto, o ritmo de crescimento dos investidores soberanos. Além de crescer mais lentamente, os investidores soberanos poderão ser obrigados a reverter para o mercado doméstico uma parte dos recursos investidos no exterior, com o objetivo de estimular a demanda interna e assim promover um crescimento mais equilibrado entre o consumo, de um lado, e a produção e as exportações, de outro lado. É preciso lembrar que os países deficitários também enfrentarão, nesse cenário, um processo de ajuste no sentido oposto, de redução da demanda por importações, o que exigirá dos investidores soberanos uma contribuição ao esforço anticíclico de compensar a perda de demanda externa com o estímulo ao mercado interno.

Nesse cenário benigno, os investidores soberanos seriam induzidos, igualmente, a buscar, efetivamente, maior diversificação de recursos, atualmente ainda concentrados nas economias deficitárias desenvolvidas, no interesse da “maximização” de seu retorno financeiro ajustado ao risco. Tal diversificação, assim como alguma reorientação para prioridades internas, já vem ocorrendo em função das perdas incorridas pelos investidores na crise financeira, especialmente a partir do último trimestre de 2008, o que deteriorou a confiança na estabilidade dos mercados desenvolvidos como destinos para seus investimentos. Esses capitais possivelmente serão realocados, no entanto, rumo a outros países deficitários, promovendo uma dispersão geográfica dos déficits, mas não necessariamente um ajuste nos superavitários.

Ausente avanço concreto no tema dos desequilíbrios, o cenário não é necessariamente favorável aos investidores soberanos. Num primeiro momento, essas entidades e seus países de origem continuarão a acumular quantidade expressiva de moeda estrangeira como resultado de seus superávits. A experiência histórica, mais notoriamente aquela dos anos 1930, demonstra, contudo, que os países deficitários não tardariam em desafiar esse estado de coisas, deflagrando disputa por vantagens competitivas no plano internacional e possivelmente promovendo retrocessos na abertura comercial multilateral e na globalização financeira, mediante a imposição de restrições aos fluxos de capitais.<sup>461</sup>

Michael Pettis adverte que uma “guerra comercial global” seria a consequência provável de um malogro da comunidade internacional em reequilibrar a economia mundial. O autor chama atenção para a circunstância agravante de que um dos pilares da demanda global, a União Europeia, atravessa uma crise na arquitetura de sua união econômica e monetária que poderá afetar a disposição do bloco comunitário de participar de qualquer arranjo internacional que implique risco para o esforço de estabilização interna, como compromissos de maior gasto público para reativar a demanda no espaço europeu. Diante desse cenário, alguns países deficitários podem ser deixados sem alternativa a não ser a elevação de barreiras comerciais e a imposição de controles sobre o ingresso de capitais que provocam a valorização de suas moedas nacionais.<sup>462</sup>

Os investidores soberanos se veriam, então, diante de um reequilíbrio forçado da economia mundial, que também os obrigaria a um foco renovado nas suas economias nacionais e a uma maior diversificação de ativos, só que neste caso de forma mais repentina e com maior prejuízo potencial para suas operações e seus patrocinadores estatais.

---

461 O Ministro da Fazenda Guido Mantega, que cunhou a expressão “guerra cambial” para referir-se ao quadro internacional de políticas econômicas no pós-crise, posteriormente acrescentou que a guerra cambial poderia degenerar-se em “guerra comercial” (“Trade war looming, warns Brazil”. *FT*, 9/1/2011, em <www.ft.com>, acesso em 21/1/2011).

462 PETTIS, 2010d.

### 3. Investidores soberanos, política internacional e política externa brasileira

Todo o arcabouço de governança econômica internacional – desde o sistema de solução de controvérsias da OMC até as cláusulas de solução de disputas investidor-Estado nos acordos bilaterais de investimentos – foi concebido para evitar que conflitos econômicos e comerciais se degenerassem em tensões ou conflitos interestatais.

A tentativa de isolamento entre as esferas econômica e política, imperfeita mesmo quando os contenciosos envolvem investidores privados, não raro apoiados em seus intentos por seus Estados nacionais, é ainda mais problemática no caso dos investidores soberanos, os quais, mesmo nas situações em que não buscam objetivos político-estratégicos, estão sempre a serviço de *políticas* de seus Estados, em alguns casos prejudiciais aos Estados receptores de seus investimentos, como demonstrado pelas políticas de depreciação cambial.

Do ponto de vista da política internacional – e da política externa de cada Estado – fator determinante da ação governamental a favor ou contra restrições aos investidores soberanos é a avaliação sobre o seu impacto na distribuição de poder mundial e nos ganhos e perdas de cada país resultantes desse processo. Ainda que todos os países fossem beneficiados em termos absolutos pela ascensão dos investidores soberanos – o que não está acima de controvérsia – as vantagens não seriam distribuídas de modo igualitário entre os Estados, o que pode ser suficiente para produzir tensões no plano internacional.

Parece claro que o surgimento dos investidores soberanos tanto reflete uma tendência redistributiva da primeira década deste século, evidenciada pela inversão dos fluxos de capitais entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, quanto pode originar, pela sua atuação, aprofundamento dessa redistribuição de poder, em razão da renda auferida a partir dos investimentos no exterior e da apropriação dos *spillovers* da inovação tecnológica das empresas adquiridas, conforme



advertido por Stephen Cohen e Bradford DeLong, em passagens citadas neste trabalho.

*Grosso modo*, supõe-se que os principais beneficiários da expansão dos investidores soberanos seriam subgrupos de países em desenvolvimento, como os exportadores de petróleo, os exportadores asiáticos de manufaturas e os grandes países emergentes com capacidade financeira derivada de um quadro macroeconômico favorável, como Brasil e Índia. Trata-se de países que reúnem condições de constituir investidores soberanos próprios e que dispõem de competência gerencial para administrá-los. Como exposto no Capítulo sobre a situação do Brasil como investidor soberano, a titularidade de ativos no exterior é uma fonte ao mesmo tempo de influência e de vulnerabilidade, não sendo possível ao país investidor exercer controle sobre o processo político e as decisões do país receptor. Deve ser considerado, ainda, o risco macroeconômico de que políticas monetárias e cambiais causem a perda de valor de ativos possuídos no exterior por um investidor soberano e, por conseguinte, prejuízos financeiros ao seu Estado controlador.

Os exportadores de capitais soberanos, portanto, auferem provavelmente ganhos relativos maiores do que os deficitários, mas esse resultado depende da continuidade de algumas regras do jogo que protegem a propriedade, o uso e o valor dos ativos em que os recursos de seus investidores soberanos são investidos.

No caso do Brasil, as circunstâncias atuais da economia brasileira recomendam maior atenção aos interesses defensivos, enquanto que a perspectiva de geração de excedentes financeiros em função da expansão da produção petrolífera constitui indicador de mudança nessa situação nos prazos médio e longo, bem como de uma possível convergência entre as posições brasileiras e as de tradicionais detentores de investidores soberanos.

Mesmo que considere a complexidade da situação brasileira como receptor de investimentos e exportador de capitais soberanos, a diplomacia e o Governo brasileiros deverão determinar qual é o in-

teresse predominante do País, se os “defensivos” ou os “ofensivos”. É necessário, no processo decisório, contemplar a hipótese de que país como a China, detentora de múltiplo das reservas internacionais brasileiras, pode apropriar-se de parcela maior dos benefícios derivados de um regime financeiro internacional com restrições mínimas aos capitais soberanos.

Considerando a posição do Brasil como receptor de investimentos de origem soberana, caberá um papel crescente à diplomacia na sinalização aos investidores soberanos interessados em ativos sensíveis no Brasil, ou a seus Estados controladores, que determinados investimentos podem ter repercussões negativas no plano político-diplomático. É possível vislumbrar, igualmente, o cenário inverso em que o Itamaraty é engajado na tarefa de convencer o Estado estrangeiro e seu investidor soberano de que a oposição a uma transação específica, possivelmente influenciada pelo quadro político, não significa disposição negativa em relação ao país como um todo ou ao aprofundamento das relações bilaterais.

Na dimensão “investidora” do Brasil, a diplomacia poderá ser chamada a atuar para dissolver tensões involuntárias, provocadas por decisões de investimento atinentes à riqueza soberana brasileira que, não obstante fundadas em razões econômicas, enfrentem resistências nos países receptores. Em outras situações, a diplomacia poderá ser empregada para prevenir ou dissolver a oposição estrangeira a investimentos estratégicos conscientes aprovados pelos órgãos decisórios do FSB, em conformidade com o seu mandato legal.

#### **4. Cenários de evolução institucional dos investidores soberanos**

Antes da crise de 2007-2009, estava em marcha um importante e acelerado processo de transferência de poder e prestígio do setor “real” para o setor financeiro das economias nacionais. Pouco antes da crise,

o setor financeiro norte-americano respondia por cerca de 40% dos lucros das corporações norte-americanas.<sup>463</sup> Em grande medida, esse quadro reflete os desequilíbrios globais, uma vez apreciada a importância da intermediação financeira na reciclagem do volume crescente de investimentos externos nos países deficitários.<sup>464</sup>

Nessa ordem econômica apoiada no setor financeiro de feição ocidental, o desenvolvimento da capacidade de gestão financeira, nos moldes das veneradas instituições e investidores dos países desenvolvidos, constituía componente essencial do esforço de alguns Estados para traduzir a riqueza em moeda estrangeira em recursos efetivos de poder.

Gordon Clark e Ashby Monk caracterizam o fenômeno dos investidores soberanos como uma “nova instância da hegemonia da financialização” e mesmo como “o ponto mais alto dessa tendência” (*high-water mark*), que levou os investidores soberanos a igualar a lógica institucional e a organização dos investidores institucionais tradicionais do Ocidente, assim como as suas técnicas e modelos de alocação de recursos, com uma pretensão de autonomia em relação aos desígnios políticos de seus controladores. O declínio dessa ordem econômica no período do pós-crise financeira, para os autores, poderá exigir alterações no formato institucional desses investidores, compatível com uma possível reorientação para o mercado interno e um comportamento mais estratégico como investidores. O cenário por eles cogitado consiste na transformação gradual dos investidores soberanos em instituições semelhantes a bancos nacionais de desenvolvimento.<sup>465</sup>

Esse cenário significaria, possivelmente, utilização crescente dos fundos em poder dos investidores soberanos como fontes não só de financiamento anticíclico e de promoção da competitividade do setor produtivo doméstico, público e privado, mas também de apoio a

---

463 COHEN e DeLONG, 2010, p. 110.

464 Ver RAJAN, 2010, p. 16.

465 CLARK e MONK, 2010 (citações entre aspas na p. 4).

empresas estatais interessadas na aquisição de ativos estratégicos no exterior, virtualmente abandonando seu papel ainda predominante de investidores em ativos financeiros de portfólio, calcado no modelo dos investidores institucionais do Ocidente, sobretudo norte-americanos.

### **5. O dilema dos Estados receptores: atração de investimentos *versus* precaução**

As políticas em relação aos investimentos estrangeiros e a postura de um Estado a respeito de regras e padrões internacionais não guardam relação esquemática com sua condição de deficitários ou superavitários. O governo norte-americano tem respondido de modo parcimonioso ao desafio dos investidores soberanos, tanto no plano legal-regulatório (FINSA 2007), quanto no plano do discurso, apesar dos substanciais déficits em transações correntes dos EUA. Não obstante as desconfianças suscitadas por operações de elevado perfil nos setores de petróleo e infraestrutura, com o envolvimento de instituições estatais estrangeiras, os EUA têm mantido fidelidade, na política financeira internacional, a sua tradicional defesa da liberdade de movimento de capitais.

No outro extremo, até o mais superavitário dos países pode ter ativos e recursos em seu território que o corpo político considera merecedores de proteção contra o interesse estrangeiro. Um exemplo dessa categoria de países é a Alemanha, que fortaleceu sua proteção contra investimentos estrangeiros de origem soberana, não obstante figure como importante exportador de capitais (é bem verdade que seus excedentes em moeda estrangeira resultantes das exportações de bens e serviços permanecem em grande medida sob controle do setor privado).

Na definição de políticas governamentais, as preocupações com setores sensíveis e operações individuais não substituem uma análise

global de custo e benefício na expansão dos investidores soberanos. Nesse sentido, as mudanças regulatórias promovidas em diversos países nos últimos anos são orientadas por um conjunto complexo de atitudes e fatores, como a precaução na defesa de alguns ativos estratégicos, o cuidado em evitar danos colaterais nas relações políticas com os países investidores e a comunidade de investidores estrangeiros de maneira geral e o interesse em prevenir reações protecionistas por parte de outros países, especialmente daqueles onde se concentram seus investimentos no exterior (cabendo recordar que mesmo países deficitários, receptores líquidos de capitais, adquirem ativos fora de suas fronteiras).

Para alcançar o equilíbrio entre valores e interesses de difícil conciliação, os países têm desenvolvido diversos enfoques legais e regulatórios. Entre as várias escolhas de resposta estatal ao desafio dos investidores soberanos, destaca-se aquela entre um processo de avaliação transversal, baseado em critérios legais, e o estabelecimento de limitações materiais ao investimento estrangeiro de origem soberana. A primeira alternativa, vigente nos EUA, é à primeira vista mais amigável aos investidores soberanos, por não excluí-los *a priori* de setores, empresas ou recursos estratégicos e permitir-lhes reagir à percepção de que uma determinada operação apresenta risco à segurança nacional. Trata-se também de modelo que garante flexibilidade e dinamismo ao processo de supervisão e controle dos investimentos de origem soberana, em face do ritmo veloz das transformações econômicas e do desenvolvimento tecnológico no mundo contemporâneo, que alteram ao longo do tempo a sensibilidade ou importância estratégica de alguns ativos.

Esse modelo apresenta, contudo, algumas desvantagens. A primeira delas é a suscetibilidade a pressões políticas momentâneas, que podem “decidir”, numa dada conjuntura, que determinado ativo almejado por investidor soberano reveste-se de importância estratégica. Dessa forma, um sistema que visa inicialmente proporcionar uma considera-

ção justa das motivações e interesses dos investidores soberanos pode tornar-se vulnerável a pressões protecionistas, sem que haja decisão legislativa no sentido de prevenir o controle de indústrias específicas por investidores soberanos. Tal sistema pode ser, portanto, amigável ao investidor soberano no curto prazo, porém fonte de incerteza no longo prazo. Além disso, o estabelecimento de mecanismo transversal pode revelar-se excessivamente custoso, exigindo elevado grau de cooperação entre agências governamentais para assegurar a celeridade dos procedimentos de exame, bem como contínuo trabalho de inteligência em torno de transações individuais e das partes nelas envolvidas.

O enfoque que favorece restrições legais (até constitucionais) aos investimentos de origem soberana em setores e ativos específicos pode configurar-se, no curto prazo, como uma concessão ao protecionismo financeiro, muito embora os investidores privados não sejam necessariamente excluídos, juntamente com os soberanos, de setores e ativos eventualmente protegidos. Ainda no campo das desvantagens, a adaptação ao surgimento de novas indústrias e tecnologias torna-se mais lenta nesse sistema, pela necessidade de intervenção legislativa. Existe possibilidade, ainda, de que o legislador adote lista extensa de limitações aos investimentos de origem soberana.

No longo prazo, contudo, limitações setoriais explícitas oferecem maior segurança jurídica ao investidor soberano, uma vez que a definição de ativos estratégicos é legislativa, não administrativa. Outra vantagem consiste na redução do espaço para juízos discricionários, no sentido tanto da flexibilidade quanto do rigor, além da economia processual representada pela dispensa de elaborado procedimento de revisão interministerial. Por essas razões, recomenda-se neste trabalho esse modelo para o Brasil, em eventual inclusão dos investidores soberanos na regulamentação do investimento estrangeiro no País.

## 6. O Brasil como investidor soberano

O interesse do Brasil pela constituição de um investidor soberano próprio, o FSB, foi despertado em meio à crise internacional de 2007-2009. O Brasil vinha acumulando reservas em moeda estrangeira havia alguns anos, sempre com o propósito de prevenir ou enfrentar crises no balanço de pagamentos, estratégia recompensada num quadro de retração das fontes de financiamento externo da economia durante a crise. Apesar da conjuntura negativa, o Brasil prosseguiu no projeto de implantar seu próprio investidor soberano, somando-se a outras economias emergentes, a maioria formada por grandes produtores de petróleo e economias exportadoras da Ásia, no esforço de obter melhor aproveitamento da capacidade financeira adquirida na última década.

O debate público em torno da decisão de estabelecimento do Fundo e os fundamentos da decisão governamental foram expostos e comentados no trabalho. O objetivo nesta conclusão é discernir o significado objetivo do FSB para a situação externa do Brasil, do ponto de vista econômico e, sobretudo, do ângulo político, independentemente de motivações presentes no processo decisório que conduziu a sua criação. Economicamente, o surgimento do FSB representou a consolidação de quadro de reduzida vulnerabilidade financeira, resultante não só da acumulação de reservas, mas também da aceleração do crescimento econômico, da melhoria dos termos de troca no comércio internacional, com a valorização de produtos importantes da pauta de exportações brasileira, como matérias-primas e *commodities* agrícolas, e do fortalecimento do mercado interno no País, fator de menor dependência das flutuações da economia internacional. Não obstante preocupações manifestadas no debate interno sobre o tema, o fato é que o estabelecimento do FSB, por si, não foi causa de instabilidade financeira, nem foi interpretado, interna ou externamente,

como desvio por parte do País dos fundamentos que produziram seu bom desempenho recente.

De uma perspectiva de política internacional, o FSB integra o contexto mais geral da disposição do Brasil de ampliar o alcance de sua inserção externa para áreas em que sua influência foi limitada no passado por condicionantes internos. A participação do Brasil nos foros políticos multilaterais e no sistema multilateral de comércio representa há muito fator de projeção do País e de realização de seus interesses. No sistema financeiro internacional, entretanto, a fragilidade histórica do balanço de pagamentos nacional e as assimetrias do próprio sistema, entre elas o maior peso dos países desenvolvidos no processo decisório das IFIs, limitavam a capacidade de atuação do País.

A acumulação de reservas internacionais e a proliferação de investidores soberanos na primeira década deste século foram, parcialmente, a expressão de projetos de maior autonomia de diversas economias em relação às características assimétricas do sistema, visando à substituição das redes de segurança das IFIs, que apresentam como contrapartida algum grau de interferência em decisões internas de política econômica. O aspecto negativo da tendência é a falta de confiança nas instâncias multilaterais que ela reflete, contribuindo para instaurar um ambiente de “competição mercantilista” apontado por vários autores citados no trabalho. Trata-se de desdobramento que não interessa ao Brasil, conforme várias advertências de autoridades brasileiras sobre o risco de degeneração do atual quadro em disputas cambiais e comerciais generalizadas.

Não fosse, entretanto, o fortalecimento das economias emergentes, inclusive pela via da acumulação de reservas e da atuação de seus investidores soberanos, dificilmente haveria o reconhecimento da importância de seu engajamento no processo decisório internacional em matéria financeira, em foro como o G20, mudança, esta sim, que coincide plenamente com os interesses brasileiros e com a posição



diplomática do País em favor de maior legitimidade das instâncias mundiais de decisão econômica.

O significado político do FSB para o Brasil não se resume à perspectiva de maior protagonismo nas finanças internacionais. A constituição do fundo evidencia igualmente a confiança do País em utilizar conjunto mais amplo de instrumentos de política em favor de projetos de seu interesse no exterior, de acordo com o objetivo previsto na Lei nº 11.887/2008, assim como fazem outras potências “emergentes”, como a China e a Rússia, que possuem seus próprios investidores soberanos (a Índia tem considerável volume de reservas, mas ainda não decidiu criar investidor soberano). As finalidades estratégicas a serem buscadas com a aplicação dos recursos do FSB, cuja definição cabe a seu Conselho Deliberativo, não têm necessariamente conotação geopolítica, sendo mais provável que se relacionem a objetivos de desenvolvimento de longo prazo.

Em qualquer circunstância, o Brasil tem características particulares, institucionalmente e do ponto de vista de sua atuação externa, que lhe conferem vantagem no emprego de sua riqueza soberana em auxílio à realização de interesses no plano internacional, preservando, ao mesmo tempo, o seu patrimônio de relacionamentos diplomáticos tanto com o mundo desenvolvido quanto com o conjunto dos países em desenvolvimento.





REFERÊNCIAS  
BIBLIOGRÁFICAS



ABDELAL, Rawi (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*. Cambridge/EUA: Harvard University Press.

ADIA – Abu Dhabi Investment Authority (2010). *ADIA Review 2009*, março de 2010. Disponível em <[http://www.adia.ae/En/pr/Annual\\_Review\\_Website2.pdf](http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website2.pdf)> (último acesso em 11/1/2011).

AGU – Advocacia-Geral da União (1998). Parecer nr. GQ-nr. 181, relativo à revogação do § 1º do art. 1º da Lei nº 5.709, de 7 de outubro de 1971. Brasília, 17 de dezembro de 1998. Disponível em <<http://www.agu.gov.br>> (acesso em 17/1/2011).

AGU – Advocacia-Geral da União (2010). Parecer nr. LA-01 da Advocacia-Geral da União sobre a recepção da lei 5.709/71 pela Constituição Federal de 1988, de 19 de agosto de 2010. Brasília, *Diário Oficial da União*, 23 de agosto de 2010, Seção 01, pp. 1-10. Disponível em <<http://sistemas.mre.gov.br/intratec/Consultivas/DiarioOficial>> (acesso em 14/1/2011).

AIZENMAN, Joshua e GLICK, Reuven (2007). “Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?” *FRBSF Economic Letter* (Federal Reserve Bank of San Francisco), Nr. 2007-38. Disponível em <[http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_FRBSF\\_Paper\\_%2812-14-07%29.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_FRBSF_Paper_%2812-14-07%29.pdf)> (acesso em 03/02/2010).

ARRAES, Maria Celina B. (1994). “O conceito de conversibilidade: uma perspectiva histórica”. Disponível em <[http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Conversibilidade\\_Celina.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Conversibilidade_Celina.pdf)> (acesso em 31/1/2011).

AVENDAÑO, Rolando e SANTISO, Javier (2009). “Are Sovereign Wealth Funds’ Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds.” Working Paper nr. 283. Paris: OECD Develop-

ment Centre. Disponível em <[www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org)> (acesso em 13/12/2010).

BALDUINO, Luis Antonio (2009). “A Crise Financeira Internacional como Oportunidade para a Reforma da Arquitetura Financeira Internacional.” In: IV Conferência Nacional de Política Externa e Política Internacional, Rio de Janeiro, 3 e 4 de dezembro de 2009. Brasília: FUNAG, 2010.

BCB – Banco Central do Brasil (2009). Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, vol. 1, nr. 1. Brasília, junho de 2009. Disponível em <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)> (acesso em 9/1/2011).

BCB – Banco Central do Brasil (2010). Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, vol. 2. Brasília, junho de 2010. Disponível em <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)> (acesso em 9/1/2011).

BECK, Roland e FIDORA, Michael (2008). “The impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”. Occasional Paper Series, nr. 81, julho de 2008. Frankfurt: European Central Bank. Disponível em <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>> (acesso em 22/10/2009).

BERGSTEN, C. Fred (2009). “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis”. *Foreign Affairs*, Volume 88, nr. 6, novembro/dezembro 2009. Disponível em <[www.iie.com](http://www.iie.com)> (acesso em 14/8/2010).

BERKELAAR *et al.* (2010). “Introduction”. In: BERKELAAR, Arjan B., COCHE, Joachim e NYHOLM, Ken (orgs.). *Central Bank Reserves and Sovereign Wealth Management*. Houndmills: Palgrave Macmillan, 2010.

BERNANKE, Ben S. (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit.” Discurso proferido em 10 de março de 2005 (“Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia”). Disponível em <<http://www.federalreserve.gov>> (acesso em 5/1/2011).

BERNANKE, Ben S. (2010). “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis”. Discurso perante a Comissão de Investigação da Crise Financeira do Congresso dos EUA. Washington DC, setembro de 2010. Disponível em <[www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/...](http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/...)> (acesso em 14/9/2010).

BHAGWATI, Jagdish (2004). *In Defense of Globalization*. Nova York: Oxford University Press.

BIELCHOWSKY, Ricardo (1988). *Pensamento Econômico Brasileiro: O Ciclo Ideológico do Desenvolvimentismo (1930-1964)*. Rio de Janeiro: Contraponto, 5ª ed. 2004 [1988].

BIELCHOWSKY, Ricardo e MUSSI, Carlos (2005). “O pensamento desenvolvimentista no Brasil: 1930-1964 e anotações sobre 1964-2005.” Texto preparado para o Seminário “Brasil-Chile: Una Mirada Hacia América Latina y sus Perspectivas”. Santiago do Chile, Julho de 2005.

BLINDER, Alan S. (2010). “In Defense of Ben Bernanke”. *Wall Street Journal*, 15/11/2010. Disponível em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 15/11/2010).

BLUNDELL-WIGNALL, A., HU, Y. e YERMO, J. (2008). “Sovereign Wealth and Pension Fund Issues”. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14. Paris: OECD Publishing.

BORTOLOTTI, Bernardo *et al.* (2010). “Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance”. FEEM Working Paper 22.2009. Milão: Fondazione Eni Enrico Mattei. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1364926>> (acesso em 12/12/2010).

BRASIL (1962). Lei nr. 4.131, de 3 de setembro de 1962. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4131.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4131.htm)> (acesso em 17/9/2010).

BRASIL (1965). Decreto nr. 55.762, de 17 de fevereiro de 1965. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/Antigos/D55762.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D55762.htm)> (acesso em 14/1/2011).

BRASIL (1971). Lei nr. 5.709, de 7 de outubro de 1971. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L5709.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5709.htm)> (acesso em 14/1/2011).

BRASIL (1986). Lei nr. 7.565, de 19 de dezembro de 1986 (Código Brasileiro de Aeronáutica). Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L7565.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7565.htm)> (acesso em 14/1/2011).

BRASIL (1988). Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm)> (último acesso em 14/1/2011).

BRASIL (1994). Lei nr. 8.884, de 11 de junho de 1994. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8884.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8884.htm)> (acesso 14/1/2011).

BRASIL (2008a). Projeto de lei nr, 3.674, de 3 de julho de 2008, que propõe a criação do Fundo Soberano do Brasil (acompanhado da Exposição de Motivos nr. 83, de 23 de maio de 2008. Disponível em



<[http://www.camara.gov.br/sileg/Prop\\_Detalhe.asp?id=403395](http://www.camara.gov.br/sileg/Prop_Detalhe.asp?id=403395)> (último acesso em 18/1/2011).

BRASIL (2008b). Lei 11.887, de 24 de dezembro de 2008. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Lei/L11887.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11887.htm)> (acesso em 23/02/2009).

BRASIL (2009). Decreto nr. 7.055, de 28 de dezembro de 2009. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2009/Decreto/D7055.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Decreto/D7055.htm)> (acesso em 30/12/2009).

BRASIL (2010a). Decreto nr. 7.113, de 19 de fevereiro de 2010. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7113.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7113.htm)> (acesso em 22/9/2010).

BRASIL (2010b). Lei nr. 12.351, de 22 de dezembro de 2010. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Lei/L12351.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Lei/L12351.htm)> (acesso em 18/1/2011).

BRASIL (2011). Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm)> (acesso em 4/2013).

BREMMER, Ian (2010). *The End of the Free Market: Who Wins the War Between States and Corporations?* Nova York: Portfolio.

CARNEIRO, Dionísio Dias e BOLLE, Monica Baumgarten de (2007). *Gerenciando Fluxos Externos: o papel dos fundos soberanos de riqueza*. Carta Galanto, 9 de novembro de 2007, pp. 7-15. Rio de Janeiro: Galanto Consultoria. Disponível em <[http://www.galanto.com.br/pdf/carta\\_galanto\\_1007\\_fundos\\_soberanos.pdf](http://www.galanto.com.br/pdf/carta_galanto_1007_fundos_soberanos.pdf)> (último acesso em 30/1/2011).

CERQUEIRA, Ceres Aires (2003). *Dívida Externa Brasileira* (Prefácio e Introdução). Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/...>> (acesso em 16/1/2011).

CIC – China Investment Corporation (2009). *Annual Report 2008*. Pequim, julho de 2009. Disponível em <<http://www.china-inv.cn>> (último acesso em 11/1/2011).

CIC – China Investment Corporation (2010). *Annual Report 2009*. Pequim, julho de 2010. Disponível em <<http://www.china-inv.cn>> (último acesso em 11/1/2011).

CLARK, Gordon L. e MONK, Ashby H.B. (2010). “Sovereign Wealth Funds: form and function in the 21st century”. In: Conferência “Sovereign Wealth Funds and Other Long-Term Investors: a new form of capitalism?,” Nova York, 4-5 de outubro de 2010. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1675091>> (último acesso em 12/12/2010).

COHEN, Stephen S. & DeLONG, J. Bradford (2010). *The End of Influence: What Happens When Other Countries Have the Money*. Nova York: Basic Books.

COSTA Filho, Ronaldo (2008). “O Brasil e os Acordos de Promoção e Proteção de Investimentos: Uma Perspectiva Histórica”. Apresentação em “powerpoint” em seminário na Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, em 25 de setembro de 2008. Disponível em <[http://www.fiesp.com.br/agencianoticias/2008/09/25/perspect\\_hist\\_costa\\_filho\\_appis.pdf](http://www.fiesp.com.br/agencianoticias/2008/09/25/perspect_hist_costa_filho_appis.pdf)> (acesso em 16/1/2011).

CVM - Comissão de Valores Mobiliários (2012). Dados sobre as aplicações do FSB (Fundo Fiscal Investimento e Estabilização (FFIE). Valores consultados em 8/8/2012, atualizados até 3/8/2012. Disponível em <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica>> (acesso em 8/8/2012).

DAVOS (2008). Íntegra do Painel do Fórum Econômico Mundial de Davos de 2008 sobre os FRS. Disponível em <<http://www.youtube.com/watch?v=tT5IFD4DFFQ>> (último acesso em 3/1/2010).

DORNELLES, Francisco (2008). Pronunciamento em sessão do Senado Federal do Senador Francisco Dornelles (PP-RJ), em 20 de maio de 2008, sobre o Fundo Soberano do Brasil. Disponível em <[http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_Dornelles%2020-05-2008.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_Dornelles%2020-05-2008.htm)> (acesso em 2/3/2009).

EL-ERIAN, Mohamed (2008). *When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*. Nova York: McGraw Hill.

EL-ERIAN, Mohamed (2010). “Sovereign Wealth Funds in the New Normal”. *Finance and Development*, Vol. 47, nr. 2, Junho/2010, pp. 44-47. Washington DC: FMI. Disponível em <<http://www.imf.org>> (acesso em 12/12/2010).

EUA (1950). “The Defense Production Act of 1950.” Disponível em <<http://www.fema.gov>> (acesso em 24/1/2011).

EUA (2007a). “Foreign Investment and National Security Act of 2007.” Disponível em <<http://www.treas.gov/offices/international-affairs/cfius/docs/FINSA.pdf>> (acesso em 20/02/2009).

EUA (2007b). Transcrição de audiência no Comitê de Assuntos Bancários do Senado dos EUA, em 14 de novembro de 2007. Em <[www.fnsg.com](http://www.fnsg.com)> (acesso em 16/11/2007).

EUA (2008a). “CFIUS Reform: Final Regulations Issued on November 14, 2008.” Disponível em <<https://treas.gov/offices/international-affairs/cfius>> (acesso em 27/8/2010).

EUA (2008b). “Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions and Takeovers by Foreign Persons; Final Rule.” <<https://treas.gov/offices/international-affairs/cfius/docs/CFIUS-Final-Regulations-new.pdf>> (último acesso em 7/1/2011).

EUA (2008c). “Treasury reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi.” Nota à imprensa do Departamento do Tesouro dos EUA. Washington DC, 20 de março de 2008. Disponível em <[www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)> (acesso em 26/03/2008).

EUA (2010a). “Currency Reform for Fair Trade Act (H.R. 2378).” Projeto de Lei aprovado em setembro de 2010 pela Câmara dos Representantes dos EUA. Disponível em <<http://www.govtrack.us>> (acesso em 5/1/2011).

EUA (2010b). “Committee on Foreign Investment in the United States: Annual Report to Congress, Report period 2009, Issued November 2010.” Disponível em <<https://treas.gov/offices/international-affairs/cfius>> (Acesso em 7/1/2011).

FMI – Fundo Monetário Internacional (2008). “Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda”. Documento de trabalho preparado pelos Departamentos de Política Monetária, Mercados de Capitais e Desenvolvimento de Políticas, em 29 de fevereiro de 2008. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)>. Washington DC: FMI.

FMI – Fundo Monetário Internacional (2010a). “Capital inflows: The Role of Controls”. IMF Staff Position Note SPN/10/04, de 19 de fevereiro de 2010. Washington DC: FMI. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (último acesso em 11/1/2011).

FMI – Fundo Monetário Internacional (2010b). “The Fund’s Role regarding Cross Border Capital Flows”. Documento preparado pelo *staff* do FMI, em 15 de novembro de 2010. Washington DC: FMI. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (acesso em 11/1/2011).

FREITAS, Maria Cristina P.; BIASOTO JUNIOR, Geraldo; PRATES, Daniela M. (2008). “Fundo Soberano *Made in Brazil*”. *Valor Econômico*, 6 de junho de 2008. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_Biasoto\\_et\\_al.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_Biasoto_et_al.htm)> (último acesso em 2/3/2009).

FREITAS, Maria Cristina P. (2009). “Fundos de Riqueza Soberana”. In: BIASOTO JUNIOR, Geraldo; NOVAIS, Luis Fernando e FREITAS, M.C.P. (orgs.). *Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. São Paulo: Edições Fundap (Grupo de Conjuntura), 2009.

GARCIA, Márcio G.P. (2006). “Qual o nível adequado de reservas cambiais?”. *Valor Econômico*, 3 de agosto de 2006. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>> (último acesso em 31/1/2011).

GARCIA, Márcio G.P. (2007). “Fundo de reservas cambiais é uma boa idéia?”. *Valor Econômico*, 26 de outubro de 2007. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_MGarcia.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_MGarcia.htm)> (último acesso em 2/3/2009).

GARCÍA, Pablo S. E SOTO, Claudio G. (2004). “Large Hoarding of International Reserves: Are they Worth It?”. Estudo preparado para a VIIIa Conferência Annual do Banco Central do Chile. Santiago, agosto de 2004. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/Goldfajn/PT/Economia%20Internacional-PT.htm>> (acesso em 24/1/2011).

GARTEN, Jeffrey (2008). “The unsettling zeitgeist of state capitalism”. *Financial Times*. Londres, 14 de janeiro de 2008. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 15/01/2008).

GEITHNER, Timothy (2007). “Reflections on the Asian Financial Crisis”. Discurso do Presidente do Banco da Reserva Federal de Nova York em conferência sobre tendências do setor financeiro asiático. São Francisco, 20 de junho de 2007. Disponível em <<http://www.bis.org>> (último acesso em 21/1/2011).

GIAMBIAGI, Fábio (2005). “Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002)”. In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 166-195.

GIEVE, John (2008). “Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances”. Discurso proferido na “Sovereign Wealth Management Conference”. Londres, 14 de março de 2008. Disponível em <<http://www.bankofengland.co.uk>> (acesso em 22/10/2009).

GILPIN, Robert (2000). *The Challenge of Global Capitalism: the World Economy in the 21<sup>st</sup> Century*. Princeton: Princeton University Press.

GILPIN, Robert (2001). *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press.

G8 (2007). “Growth and Responsibility in the World Economy: Summit Declaration.” Heiligendamm, 7 de junho de 2007. Disponível em <<http://www.g-8.de>> (último acesso em 9/1/2011).

GOLDFAJN, Ilan (2008). “Cofrinho e poupança”. *O Estado de São Paulo*, 19 de maio de 2008. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/Goldfajn/Jornais/Cofrinho...>> (último acesso em 31/1/2011).

GORTON, Gary (2010). “Securitized Banking and the Run on Repo”. Yale ICF Working Paper 09-14, 9 de novembro de 2010. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1440752>> (último acesso em 31/1/2011).

GRABEL, Ilene e CHANG Ha-Joon. “Why capital controls are not all bad”. *Financial Times*, 25/10/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 26/10/2010).

GREENSPAN, Alan (2007). *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. Nova York: The Penguin Press.

GTI-FRS (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) (2008). “Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices – ‘Santiago Principles.’” Santiago, outubro de 2008. Disponível em <<http://www.iwg-swf.org>> (acesso em 22/10/2009).

GTI-FRS (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) (2009). “Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds.” Kuaite, 6 de abril de 2009. Disponível em <[www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org)> (acesso em 22/10/2009).

GUIMARÃES, Samuel Pinheiro (1999). “A ALCA e o Fim do Mercosul”. In: GUIMARÃES, Samuel Pinheiro (org.). *ALCA e Mercosul: riscos e oportunidades para o Brasil*. Brasília: IPRI, FUNAG, 1999, pp. 283-303.

G20 (2008). “Declaration: Summit on financial markets and the world economy.” Washington DC, 15 de novembro de 2008. Disponível em <<http://www.g20.org>>(último acesso em 10/1/2011).

G20 (2009a). “The Global Plan for Recovery and Reform.” Londres, 2 de abril de 2009. Disponível em <<http://www.g20.org>> (último acesso em 10/1/2011).

G20 (2009b). “Leaders’ Statement.” Pittsburgh, 25 de setembro de 2009. Disponível em <<http://www.g20.org>> (último acesso em 10/1/2011).

G20 (2010a). “The G-20 Toronto Summit Declaration.” Toronto, 27 de junho de 2010. Disponível em <<http://www.g20.org>> (último acesso em 10/1/2011).

G20 (2010b). “Communiqué: Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors.” Gyeongju, 23 de outubro de 2010. Disponível em <<http://www.g20.org>> (último acesso em 10/1/2011).

G20 (2010c). “The G-20 Seoul Summit Leaders’ Declaration”. Seul, 12 de novembro de 2010. Disponível em <<http://www.g20.org>> (último acesso em 10/1/2011).

HADDDAD, Claudio (2007). “Moto contínuo”. *Valor Econômico*, 6 de dezembro de 2007. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_Chaddad.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_Chaddad.htm)> (acesso em 3/2/2010).

HELLEINER, Eric (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press.

HELLEINER, Eric e KIRSHNER, Jonathan (2009). “The Future of the Dollar: Whither the Key Currency?”. In: HELLEINER, Eric e KIRSHNER, Jonathan (eds.). *The Future of the Dollar*. Ithaca/NY: Cornell University Press, 2009, pp. 1-23.



HERMANN, Jennifer (2005). “Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984)”. In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 93-115.

HILDEBRAND, Philip (2007). “The Challenge of Sovereign Wealth Funds”. Discurso do Presidente do Banco Nacional Suíço (BNS) no “International Center for Monetary and Banking Studies”. Genebra, 18 de dezembro de 2007. Disponível em <<http://www.snb.ch>> (último acesso em 31/1/2011).

IBRE (2010). “Fundo Social do Petróleo: opção válida, mas não uma panacéia” (Carta do IBRE). *Conjuntura Econômica* (FGV), vol. 64, nr. 1, janeiro de 2010.

ITAMARATY (2006a). *Guia Legal para o Investidor Estrangeiro no Brasil*. Brasília: Ministério das Relações Exteriores/BrazilTradeNet, 2006. Disponível em <<http://www.braziltradenet.gov.br/ARQUIVOS/Publicacoes/Manuais/PUBGuiaLegal.pdf>> (último acesso em 14/1/2011).

ITAMARATY (2006b). Exposição do Ministro de Estado Celso Amorim em Audiência Pública da Comissão de Relações Exteriores e Defesa Nacional do Senado Federal, sobre as relações Brasil – Bolívia. Brasília, 9/5/2006. Disponível em <<http://www.itamaraty.gov.br>> (acesso em 20/1/2011).

ITAMARATY (2006c). Nota à imprensa nr. 517, de 21 de agosto de 2006. Disponível em <<http://www.itamaraty.gov.br/sala-de-imprensa/notas-a-imprensa/2006/08/21/gasoduto-brasil-bolivia>> (acesso em 20/1/2011).

ITAMARATY (2008). Nota à Imprensa sobre a “Cúpula sobre Mercados Financeiros e a Economia Mundial”, Brasília, 13 de novembro de 2008. In: Repertório de Política Externa: Posições do Brasil 2008-2009. Brasília: FUNAG, 2010.

ITAMARATY (2010b). *Balanço de Política Externa 2003-2010*. Brasília: Ministério das Relações Exteriores, 2010. Disponível em <<http://www.itamaraty.gov.br/temas/balanco-de-politica-externa-2003-2010>> (acesso em 20/1/2011).

ITAMARATY (2010c). Entrevista do Ministro das Relações Exteriores Celso Amorim (2003-2010). *Folha de S. Paulo*, 15/11/2010. Em <<http://www.folha.uol.com.br>> (acesso em 15/11/2010).

JACKSON, James K. (2010). “The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)”. Relatório do *Congressional Research Service (CRS)* ao Congresso dos EUA (RL33388). Washington DC, 29 de julho de 2010. Disponível em <<http://www.fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>> (acesso em 26/8/2010).

JACKSON, Tony (2010). “Is China an investment sweet spot or a sour lesson”. *Financial Times*, 15/2/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 16/2/2010).

KEOHANE, Robert O. (2005). *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*. Princeton: Princeton University Press, 2005 [1984].

KERN, Stephen - Deutsche Bank Research (2007). “Sovereign Wealth Funds: state investment on the rise”. Disponível em <[www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)> (acesso em 4/2009).

KIMMITT, Robert M. (2008). “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”. *Foreign Affairs*. Nova York, Janeiro/Fevereiro de 2008. Disponível em <[www.foreignaffairs.org](http://www.foreignaffairs.org)> (acesso em 25/3/2008).

KLARE, Michael T. (2008). *Rising Powers, Shrinking Planet: The New Geopolitics of Energy*. Nova York, Metropolitan Books.

KRASNER, Stephen D. (1982). “Structural causes and regime consequences: regimes as intervening variables”. In: KRASNER, Stephen D. (ed.). *International Regimes*. Ithaca: Cornell University Press, 1983, págs. 1-21 (Publicado originalmente em *International Organization*, MIT, vol. 36, nr. 2, 1982).

KRUGMAN, Paul e OBSTFELD, Maurice (2001). *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Makron Books.

KRUGMAN, Paul (2009). “Adjustment and the dollar”. In: *The Conscience of a Liberal* (blog), 24/10/2009. Disponível em <<http://krugman.blogs.nytimes.com>> (acesso em 5/1/2011).

KRUGMAN, Paul (2010a). “Capital Export, Elasticity Pessimism, and the Renminbi”. In: *The Conscience of a Liberal* (blog), 16/3/2010. Disponível em <<http://krugman.blogs.nytimes.com>> (último acesso em 5/1/2011).

KRUGMAN, Paul (2010b). “Killer Trade Deficits”. In: *The Conscience of a Liberal* (blog), 16/8/2010. Disponível em <<http://krugman.blogs.nytimes.com>> (acesso em 19/8/2010).

LIPSKY, John (2008). “Sovereign Wealth Funds: Their Role and Significance”. Discurso do 1º vice-diretor gerente do FMI em seminário orga-

nizado pelo Ministério das Finanças do Chile. Santiago, 3 de setembro de 2008. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (acesso em 29/8/2010).

LIPSKY, John (2010a). “Three Post-Crisis Challenges”. Discurso em seminário no Banco da França. Paris, 1/3/2010. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (último acesso em 10/1/2011).

LIPSKY, John (2010b). “Reconsidering the International Monetary System”. Apresentação em simpósio no Banco da Reserva Federal de Kansas City/EUA. Kansas City, 2/8/2010. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (último acesso em 10/1/2011).

LOWERY, Clay (2008). “Remarks by Treasury Assistant Secretary for International Affairs at Barclays Capital’s 12<sup>th</sup> Annual Global Inflation-Linked Conference” (Nota à imprensa nr. 836 do Departamento do Tesouro dos EUA). Key Biscaine, 25 de fevereiro de 2008. Consultado em <[www.ustreas.gov/press/releases/hp836.htm](http://www.ustreas.gov/press/releases/hp836.htm)> (não mais disponível nesse endereço em 12/12/2010).

LOYOLA, Gustavo (2007). “Fundo soberano aumenta risco macroeconômico”. *Valor Econômico*, 10 de dezembro de 2007. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_loyola.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_loyola.htm)> (acesso em 3/2/2010).

LYONS, Gerard (2007). “State Capitalism: The Rise of sovereign wealth funds.” Depoimento perante o Comitê de Assuntos Bancários do Senado dos EUA, em 14 de novembro de 2007. Disponível em <<http://banking.senate.gov>> (último acesso em 31/1/2011).

LYRIO, Maurício Carvalho (2009). *A ascensão da China como potência: fundamentos políticos internos*. Tese aprovada no LIV Curso de Altos Es-

tudos do Instituto Rio Branco do Ministério das Relações Exteriores. Brasília: Instituto Rio Branco.

MANKIW, Gregory N. (2009) “It’s No Time for Protectionism”. *The New York Times*, 8/2/2009. Disponível em <[www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)> (acesso em 9/6/2010).

MANN, Catherine L. (2009). “International Capital Flows and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit”. In: BERGSTEN, C. Fred (ed.). *The Long-Term International Economic Position of the United States*. Washington DC: Peterson Institute of International Economics. Disponível em <[www.piie.com](http://www.piie.com)> (último acesso em 31/1/2011).

MAUGERI, Leonardo (2006). *The Age of Oil: The Mythology, History and Future of the World’s Most Controversial Resource*. Westport (EUA): Praeger.

McCORMICK, David H. (2007). Depoimento do Subsecretário de Assuntos Internacionais do Departamento do Tesouro dos EUA perante o Comitê de Assuntos Bancários do Senado dos EUA, em 14 de novembro de 2007. Disponível em <<http://banking.senate.gov>> (último acesso em 31/1/2011).

McCORMICK, David H. (2008). “IMF Reform: Meeting the Challenges of Today’s Global Economy”. Texto-base de palestra no *Peter G. Peterson Institute for International Economics*, Washington/DC. Disponível em <<http://www.treas.gov>> (acesso em 3/3/2008).

McKINSEY Global Institute (2007). “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets”. São Francisco: McKinsey & Company, outubro de 2007. Disponível em <[www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)> (último acesso em 3/2/2011)

McKINSEY Global Institute (2009). “The New Power Brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are faring in the financial crisis”. São Francisco: McKinsey Global Institute, julho de 2009. Disponível em <[www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)> (último acesso em 3/2/2011).

MEZZACAPO, Simone (2009). “The so-called ‘Sovereign Wealth Funds’: regulatory issues, financial stability and prudential supervision”. *Economic Papers* 378. Bruxelas: Comissão Europeia, abril de 2009. Disponível em <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/](http://ec.europa.eu/economy_finance/)> (acesso em 24/1/2011).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Apresentação do Ministro de Estado da Fazenda no anúncio do projeto de criação do Fundo Soberano do Brasil (FSB). Brasília, 13 de maio de 2008. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br>> (último acesso em 19/1/2008).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Relatório de Desempenho do FSB ao Congresso Nacional relativo ao terceiro trimestre de 2009 (Aviso nr.505/MF; AVN 001/2010). Brasília, 30 de dezembro de 2009. Disponível em <<http://www.camara.gov.br>> (acesso em 4/11/2010).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Apresentação do Ministro de Estado da Fazenda, Guido Mantega, durante o seminário “10 Anos da Lei de Responsabilidade Fiscal: Histórico e Desafios”, promovido pelo Instituto Brasiliense de Direito Público (IDP) e a FGV – Projetos, em maio de 2010. Disponível em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 15/11/2010).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Setor Externo”. Apresentação do Ministro de Estado da Fazenda com dados sobre o setor externo da economia, 27/6/2010. Disponível em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 14/1/2011).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Estratégia de crescimento do Brasil: Desafio do novo Governo”. Apresentação em *powerpoint do* Ministro de Estado da Fazenda, Guido Mantega, durante o 7º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV), em 30/8/2010. Disponível em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 10/1/2011).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Desafios da Economia Brasileira”. Apresentação em *powerpoint do* Ministro de Estado da Fazenda, Guido Mantega durante o seminário “Diálogos capitais 2011-2014”, promovido pela Carta Capital em 6/12/2010. Disponível em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 10/1/2011).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Brasil e FMI concluem acordo que permite ao Brasil comprar até US\$ 10 bilhões em notas emitidas pelo fundo”. Notícia de 22/01/2010. Disponível em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 16/11/2010).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Fundo Soberano do Brasil poderá adquirir moeda estrangeira.” Notícia de 20/9/2010. Em <[www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)> (acesso em 20/1/2011).

MISHKIN, Frederick (2006). *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness their Financial Systems to Get Rich*. Princeton: Princeton University Press.

MOHANTY, M.S. e TURNER, Philip (2006). “Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What are the domestic implications”. *BIS Quarterly Review*, September 2006. Basileia: BIS. Disponível em <<http://www.bis.org>> (acesso em 24/1/2011).

MONK, Ashby H.B. (2010). "CIC's Annual Report: Professionalism and Polish". *Oxford SWF Project* (blog), 29/7/2010. Disponível em <<http://oxfordswfproject.com>> (último acesso em 11/1/2011).

MORGENTHAU, Hans J. (1993[1948]). *Politics Among Nations: The Struggle for Power and Peace (Brief Edition)*. Nova York: McGraw-Hill (1a ed. 1948).

MORROW, James D. (1994). *Game Theory for Political Scientists*. Princeton: Princeton University Press.

NAÇÕES UNIDAS (2009). "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System". Nova York, 21 de setembro de 2009. Disponível em <<http://www.un.org>> (último acesso em 6/1/2011).

NAÍM, Moises (2006). *Illicit: How Smugglers, Traffickers and Copycats are Hijacking the Global Economy*. Nova York: Anchor Books.

NBER (2010). Nota do *National Bureau of Economic Research* sobre a duração da recessão nos EUA em 2007-2009. Em <<http://www.nber.org/cycles/sept2010.html>> (acesso em 3/1/2011).

NUGÉE, John (2008). "The Growing Role of Sovereign Wealth Funds". In: STATE STREET. *Sovereign Wealth Funds: Assessing the Impact*. "State Street Vision Series", Volume III, Issue 2. Boston: State Street Corporation, 2008, pp. 3-12. Disponível em <[statestreetglobalservices.com](http://statestreetglobalservices.com)> (último acesso em 3/2/2011).

NUGÉE, John (2009). "Sovereign Wealth Funds' Coming of Age: Unrivaled Titans to Uncertain Mortals". In: STATE STREET. *Sovereign*



*Wealth Funds: Emerging from the Financial Crisis*. “State Street Vision Series”, Volume IV, Issue 1. Boston: State Street Corporation, 2009, pp. 3-10. Disponível em <statestreetglobalservices.com> (último acesso em 3/2/2011).

NYE, Joseph (2004). *Soft Power: The Means to Success in World Politics*. Nova York: Public Affairs.

OCDE (2000). “Declaration on International Investment and Multinational Enterprises.” Paris, 27 de junho de 2000. Disponível em <<http://www.oecd.org>> (acesso em 11/1/2011).

OCDE (2008a). “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies: Report by the OECD Investment Committee.” Paris, 4 de abril de 2008. Disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)> (acesso em 2/3/2009).

OCDE (2008b). “OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies.” Paris, 5 de junho de 2008. Disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)> (último acesso em 11/1/2011).

OCDE (2008c). “OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security.” Paris, 2008. Disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)> (acesso em 2/3/2009).

OCDE (2008d). “OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – 4th Edition.” Paris: OCDE, 2008. Disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)> (acesso em 3/1/2011).

OCDE (2010). “Identification of Foreign Investors: a Fact-Finding Survey of Investment Review Procedures.” Paris: OCDE, 2010. Disponível em <<http://www.oecd.org>> (último acesso em 6/1/2011).

OCDE (2010b). “OECD Code of Liberalisation of Capital Movements (1961).” Paris: OCDE, 2010. Disponível em <<http://www.oecd.org>> (último acesso em 11/1/2011).

OMC (1994). “General Agreement on Trade in Services.” Parte do Ato Final da Rodada Uruguai (Marraqueche, 15 de abril de 1994). Disponível em <<http://www.wto.org>> (acesso em 17/1/2011).

OMC (2009). “Trade Policy Review – Report by the Secretariat, Brazil” (Relatório do Secretariado para a Revisão de Política Comercial do Brasil). Genebra, 2 de fevereiro de 2009. Disponível <<http://www.wto.org>> (acesso em 16/1/2011).

O’NEILL, Jim (2007). “Sovereign Wealth Funds Highlight the Changing World – and the Need for More”. Global Economics Weekly (Goldman Sachs Economic Research Group), Issue nr. 07/38. Nova York: Goldman Sachs. Disponível em <[http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_GEW.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_GEW.pdf)> (acesso em 03/02/2010).

PASTORE, Affonso Celso (2008). “Dois erros de política econômica”. *Valor Econômico*, 19 de maio de 2008. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_Pastore.mht](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_Pastore.mht)> (acesso em 03/02/2010).

PETTIS, Michael (2009). Entrevista. *Financial Times*, 21/9/2009. Disponível em <<http://video.ft.com/>> (último acesso em 5/1/2011).

PETTIS, Michael (2010a). “The China Capital Surge”. *Wall Street Journal*, 11/7/2010. Disponível em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 5/8/2010).

PETTIS, Michael (2010b). “The capital tsunami is a bigger threat than the nuclear option”. In: *China Financial Markets* (blog), 14/7/2010. Disponível em <<http://mpettis.com>> (acesso em 4/8/2010).

PETTIS, Michael (2010c). “Chinese consumption and the Japanese ‘sorpasso’”. In: *China Financial Markets* (blog), 10/8/2010. Disponível em <<http://mpettis.com>> (acesso em 16/8/2010)

PETTIS, Michael (2010d). “The last chance to avoid a global trade war”. *Financial Times*, 22/8/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 6/9/2010).

PINOTTI, Maria Cristina (2007). “O fundo soberano e a disciplina fiscal”. *Valor Econômico*, 3/12/2007. Disponível em <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_Pinotti.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_Pinotti.htm)> (acesso em 3/2/2010).

PRATES, Daniela Magalhães (2007). – A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes”. Texto para Discussão IE/UNICAMP nr. 133, setembro de 2007. Disponível em <<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto133.pdf>> (acesso em 24/1/2011).

PRESIDÊNCIA - Presidência da República Federativa do Brasil (2011). Discurso de posse da Senhora Presidenta da República Dilma Rousseff. Brasília, 1º de janeiro de 2011. Disponível em <<http://www.presidencia.gov.br>> (acesso em 19/1/2011).

RADELET, Steven e SACHS, Jeffrey (2001). “O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático”. In: Paul Krugman (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 121-189.

RAJAN, Raghuram G. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.

ROACH, Stephen (2010). “Blaming China will not solve America’s problem.” *Financial Times*, 29/3/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 19/8/2010).

RODRIK, Dani (1999). *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*. “Policy Essay nr. 24”. Washington DC: Overseas Development Council.

RODRIK, Dani (2007). *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*. Princeton: Princeton University Press.

ROMANET, Augustin de (2009). Entrevista do Presidente do *Fonds Stratégique d’Investissements* (França). *Le Figaro Magazine*, 9 de janeiro de 2009. Disponível em <<http://www.lefigaro.fr/>> (acesso em 25/02/2009).

ROUBINI, Nouriel & MIHM, Stephen (2010). *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. Nova York: The Penguin Press.

ROZANOV, Andrew (2008). “ALiability-Based Approach to Sovereign Wealth”. In: STATE STREET. *Sovereign Wealth Funds: Assessing the Impact*. “State Street Vision Series”, Volume III, Issue 2. Boston: State Street Corporation, 2008, pp. 15-20. Disponível em <[statestreetglobalservices.com](http://statestreetglobalservices.com)> (último acesso em 3/2/2011).

ROZANOV, Andrew (2009). “Long-term Consequences of the Financial Crisis for Sovereign Wealth Funds”. In: STATE STREET. *Sovereign Wealth Funds: Emerging from the Financial Crisis*. “State Street Vision Series”, Volume IV, Issue 1. Boston: State Street Corporation, 2009, pp. 13-19. Disponível em <[statestreetglobalservices.com](http://statestreetglobalservices.com)> (último acesso em 3/2/2011).

RUIZ-ARRANZ, Marta e ZAVADJIL, Milan (2008). “Are Emerging Asia’s Reserves too High?”. IMF Working Paper WP/08/192. Washington DC: FMI. Disponível em <<http://www.imf.org>> (acesso em 24/1/2011).

RYBINSKI, Krzysztof e KRYNSKA, Urszula (2010). “Global Reserves Management”. In: BERKELAAR, Arjan B., COCHE, Joachim e NYHOLM, Ken (orgs.). *Central Bank Reserves and Sovereign Wealth Management*. Houndmills: Palgrave Macmillan, 2010, pp. 3-40.

SACHS, Jeffrey (2010). “Time to plan for post-Keynesian era”. *Financial Times*, 7/6/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 19/8/2010).

SCHENKEL, Cleiton (2008). “Regulação de Investimentos Estrangeiros: Modelos Existentes e Possibilidades para o Brasil”. *Cena Internacional*, vol. 10, nr. 1, 2008, pp. 147-179.

SCHILL, Stephan W. (2009). *The Multilateralization of International Investment Law*. Cambridge: Cambridge University Press.

SCHWARTSMAN, Alexandre (2007). “Uma parábola soberana”. *Folha de S. Paulo*, 28 de novembro de 2007.

SEC – Securities and Exchange Commission dos EUA (2010). “CIC Report for the Calendar Year 2009”. Disponível em <[www.sec.gov](http://www.sec.gov)> (acesso em 11/2/2010).

SEC – Securities and Exchange Commission dos EUA (2011). Informação sobre obrigatoriedade de prestar informações sobre investimentos nos EUA (“Formulário 13”). Em <<http://www.sec.gov/answers/form13f.htm>> (acesso em 14/1/2011).

SETSER, Brad (2008). *Sovereign Wealth and Sovereign Power*. Council Special Report nr. 37. Nova York: Council on Foreign Relations.

SORKIN, Andrew R. (2009). *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves*. Nova York: Viking.

STIGLITZ, Joseph E. (2002). *Globalization and Its Discontents*. Nova York: Norton.

STIGLITZ, Joseph E. (2009). “Thanks to the Deficit, the Buck Stops Here”. *The Washington Post*, 30/8/2009. Disponível em <<http://www.washingtonpost.com>> (último acesso em 18/1/2011).

STUDART, Rogério (2005). “O Financiamento do Desenvolvimento”. In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 335-354.

SUMMERS, Lawrence (2007). “Sovereign funds shake the logic of capitalism”. *Financial Times*, 30/7/2007. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 20/02/2009).

TESOURO NACIONAL (2010). Questionário por correio eletrônico submetido à Coordenação-Geral de Gestão do Fundo Soberano do Brasil. Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda (respostas recebidas em 19 de novembro de 2010).

TESOURO NACIONAL (2011). Apresentação “Dívida Pública Federal Brasileira” da Secretaria do Tesouro Nacional (“kit-dívida”). Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>> (acesso em 17/1/2011).

TRUMAN, Edwin M. (2007a). “A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds”. Papel apresentado em Conferência sobre a Política Cambial Chinesa. Washington/DC, 19 de outubro de 2007. Disponível em <<http://www.iie.com>> (último acesso em 3/3/2009).

TRUMAN, Edwin M. (2007b). “Sovereign Wealth Fund Acquisitions and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications.” Depoimento perante o Comitê de Assuntos Bancários do Senado dos EUA. Washington DC, 14 de novembro de 2007. Disponível em <<http://banking.senate.gov>> (último acesso em 12/12/2010).

TRUMAN, Edwin M. (2008a). “Do Sovereign Wealth Funds Pose a Risk to the United States?” Texto-base de discurso no *American Enterprise Institute*. Washington/DC, 25 de fevereiro de 2008. Disponível em <[www.iie.com](http://www.iie.com)> (último acesso em 3/3/2009).

TRUMAN, Edwin M. (2008b). “The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on U.S. Foreign Policy and Economic Interests”. Texto-base de exposição perante o Comitê de Relações Exteriores da Câmara dos Representantes dos EUA. Washington DC, 21 de maio de 2008. Disponível em <[www.iie.com](http://www.iie.com)> (último acesso em 3/3/2009).

TRUMAN, Edwin M. (2010). *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

VIANNA, Sérgio Besserman (1990). “Duas Tentativas de Estabilização (1951-1954)”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana (1889-1989)*. Rio de Janeiro: Campus, 1990, pp. 123-150.

VILLELA, André (2005). “Dos ‘Anos Dourados’ de JK à Crise não Resolvida (1956-1963).” In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 45-68.

WENDT, Alexander (1999). *Social Theory of International Politics*. Cambridge/RU: Cambridge University Press.

WILSON, Dominic e STUPNYTSKA, Anna (2007). *The N-11: More than an Acronym*. “Global Economics Paper nr. 153” (Goldman Sachs Economic Research). Nova York: Goldman Sachs, 2007. Disponível em <<http://www2.goldmansachs.com>> (acesso em 24/1/2011).

WOLF, Martin (2010). “How to walk the fiscal tightrope that lies before us”. *Financial Times*, 16/2/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 5/1/2011).

YERGIN, Daniel (1992). *The Prize: the Epic Quest for Oil, Money and Power*. Nova York: Free Press.

### **Comunicações telegráficas do Ministério das Relações Exteriores:**

Telegrama n. 653, expedido pela Embaixada em Cingapura em 27/12/2007.

Telegrama n. 442, expedido pela Embaixada em Londres, em 28/4/2008.

Telegrama n. 497, expedido pela Embaixada em Londres, em 8/5/2008.

Telegrama n. 1.493, expedido pela Embaixada em Washington em 17/7/2007.



Telegrama n. 2.526, expedido pela Embaixada em Washington em 9/11/2007.

Telegrama n. 2.912, expedido pela Embaixada em Washington em 19/12/2007.

Telegrama n. 423, expedido pela Embaixada em Washington em 21/2/2008.

Telegrama n. 813, expedido pela Embaixada em Washington em 26/3/2008.

Telegrama n. 1.102, expedido pela Embaixada em Washington, em 23/4/2008.

Telegrama n. 291, expedido pela Embaixada em Washington em 4/2/2010.

### **Fontes jornalísticas:**

BUSINESSWEEK. “Brazil Debt Luring Foreign Pension, Sovereign Funds,” 21/6/2010. Disponível em <[www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)> (acesso em 1/7/2010).

BUSINESSWEEK (2012). “China End December Foreign-Exchange Reserves at \$ 3.18 trillion”, 17/1/2012. Disponível em <[www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)> (acesso em 4/7/2012).

CITIGROUP. Nota à imprensa do Citigroup (sobre controvérsia com a ADIA em torno de perdas financeiras), de 15/12/2009, em <[www.citigroup.com](http://www.citigroup.com)> (acesso em 2/1/2011).

ECONOMIST, The. "Taxing times," 22/4/2010. Disponível em <[www.economist.com](http://www.economist.com)> (acesso em 28/12/2010).

ECONOMIST, The. "Being eaten by the dragon," 13/11/2010, versão impressa, pp. 77-79.

EFE. "Petrobras contrata financiamento milionário com banco chinês," 4/11/2009. Em <<http://economia.uol.com.br>> (acesso em 13/1/2011).

FINANCIAL TIMES. "Lenovo decision attracts cold war accusations," 31/5/2006. Em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 25/1/2011).

FINANCIAL TIMES. "China warns against politicised trade ties," 25/5/2007. Em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 5/1/2011).

FINANCIAL TIMES. "Summers calls for boost to demand," 9/3/2009. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 9/1/2011).

FINANCIAL TIMES. "Oil groups urge India wealth fund," 17/3/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (último acesso em 28/12/2010).

FINANCIAL TIMES. "Papandreou seeks to revive Gadaffi ties," 9/6/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 2/8/2010).

FINANCIAL TIMES. "Beijing to invest in Greek projects," 15/6/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 2/8/2010).

FINANCIAL TIMES. "Reserves: All eyes turn to China's foreign money mountain," 27/9/2010. Disponível em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 4/1/2011).

FINANCIAL TIMES. “BTG Pactual lures \$1.8 billion capital investment,” 6/12/2010. Em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 6/12/2010).

FINANCIAL TIMES. “Trade war looming, warns Brazil,” 9/1/2011. Em <[www.ft.com](http://www.ft.com)> (acesso em 21/1/2011).

GLOBO (Portal G1). “China ‘descobre’ o Brasil e deve liderar investimento estrangeiro no país,” 25/7/2010. Em <<http://g1.globo.com>> (último acesso em 13/1/2011).

INDEPENDENT, The. “Lybia sets up London hedge fund to train financial experts,” 16/6/2010. Disponível em <<http://license.copyright.net>> (acesso em 2/7/2010).

LATIN AMERICAN HERALD TRIBUNE. “Qatar Holding Buys 5% of Santander’s Brazil Unit,” 3/11/2010. Em <[www.laht.com](http://www.laht.com)> (acesso em 3/11/2010).

NEW YORK TIMES. “3Com hitches its wagon to China,” 1/5/2008. Em <[www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)> (acesso em 2/7/2010).

OCDE. “Chile signs up as first OECD member in South America.” Nota à imprensa da OCDE de 11/1/2010. Em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)> (acesso em 11/1/2011).

OESP (O Estado de S. Paulo). “Brasil é elevado a grau de investimento,” 30/4/2008. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (acesso em 19/1/2011).

OESP (O Estado de S. Paulo). “China acelera aquisições no Brasil,” 30/5/2010. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (acesso em 31/5/2010).

OESP (O Estado de S. Paulo). “Mantega: dólar fraco tem afetado economia brasileira,” 2/6/2010. Em <<http://economia.estadao.com.br>> (acesso em 10/1/2011).

OESP (O Estado de S. Paulo). “China compra terras no Brasil” (editorial), 3/8/2010. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (último acesso em 13/1/2011).

OESP (O Estado de S. Paulo). “China diversifica investimentos feitos no Brasil,” 2/10/2010. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (acesso em 10/2/2010).

PBC (People’s Bank of China). Nota à imprensa de 30/12/2010 (sobre aumento da taxa de juros). Em <[www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)> (acesso em 5/1/2011).

REPSOL. “Repsol e Sinopec formam uma aliança no Brasil...”. Nota à imprensa da Repsol de 1o de outubro de 2010 (sobre associação à Sinopec). Disponível em <[www.repsol.com](http://www.repsol.com)> (acesso em 2/10/2010).

REUTERS. “Fundo Soberano de Cingapura mira investimento no Brasil e no México,” 27/05/2008. Em <[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)> (acesso em 24/11/2009).

WALL STREET JOURNAL. “China Sets Big Stimulus Plan in Bid to Jump-Start Growth,” 10/11/2008. Disponível em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 5/1/2011).

WALL STREET JOURNAL. “CIC Offers a Glimpse into U.S. Holdings,” 9/2/2010. Em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 9/2/2010).

WALL STREET JOURNAL. “CIC sells Morgan Stanley shares,” 28/7/2010. Disponível em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 2/1/2011).

WALL STREET JOURNAL. “China’s CIC Studies Brazil Industry, Agriculture, Investment,” 26/10/2010. Em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 27/10/2011).

WALL STREET JOURNAL. “Fresh Attack on Fed Move,” 15/11/2010. Em <[www.wsj.com](http://www.wsj.com)> (acesso em 15/11/2010).

### **Fontes de dados estatísticos:**

BCB - Banco Central do Brasil (2012). Informação sobre reservas internacionais. Em <<http://www.bcb.gov.br/?RP20111230>> (acesso em 25/6/2012).

BCB - Banco Central do Brasil (2012). Nota à imprensa de 24/1/2012 sobre o balanço de pagamentos em 2011 (Anexo). Em <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>> (acesso em 1º/10/2012).

CIA (*Central Intelligence Agency*, EUA). “CIA World Factbook” (ranking de estoque de IDE por país). Disponível em <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2199rank.html>> (acesso em 12/1/2011).

FMI (Fundo Monetário Internacional). “Indices of Primary Commodity Prices”. Disponível em <[www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp](http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp)> (acesso em 8/2010).

FMI. *World Economic Outlook Database*, abril de 2012. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>> (acesso em 25/6/2012).

FMI. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), quarto trimestre de 2011. Disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)> (acesso em 4/7/2012).

IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Conta corrente do balanço de pagamentos (Brasil, 1947-2009). Disponível em <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)> (acesso em 9/2010).

Ministério do Comércio da República Popular da China. Importações chinesas em 2009. Disponível em <<http://english.mofcom.gov.cn/aarticle/statistic/...>> (acesso em 9/12/2010).

SECEX/MDIC (Secretaria de Comércio Exterior, Brasil). Importações do Brasil em 2010. Disponível em <<http://www.mdic.gov.br>> (acesso em 21/1/2011).

SWF Institute. Ranking de FRS e valores de ativos sob gestão. Disponível em <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> (último acesso em 21/1/2011)

Tesouro dos EUA, Departamento. Tabela com estatísticas sobre o CFIUS. Disponível em <<http://www.ustreas.gov/offices/international-affairs/cfius>>. (último acesso em 7/1/2011).

WTRG Economics. Figura com Preços do Petróleo (1947-2009). Disponível em <<http://www.wtrg.com>> (último acesso em 3/1/2011).

### **Sítios de Internet (quando citados isoladamente):**

DUBAI WORLD. Em <[www.dubaiworld.ae](http://www.dubaiworld.ae)>.

FONDS SOUVERAINS, Les. Em <<http://fonds-souverains.over-blog.com>>.

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT (Unidade de Gestão de Investimentos do Banco Central da Noruega, administradora do portfólio do fundo soberano da Noruega –NPPG). Em <<http://www.nbim.no>>.

PETROBRAS. “Petrobras no Mundo”.Em <[www.petrobras.com](http://www.petrobras.com)>.

SWF Institute. Em <[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)>.

TEMASEK (Cingapura). <[www.temasek.com.sg](http://www.temasek.com.sg)>.







# ANEXOS



## ANEXO I

# Legislação e Regulamentos do Fundo Soberano do Brasil

### **LEI Nº 11.887, DE 24 DE DEZEMBRO DE 2008\***

*Cria o Fundo Soberano do Brasil - FSB, dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações e dá outras providências.*

**O PRESIDENTE DA REPÚBLICA** Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1º Fica criado o Fundo Soberano do Brasil - FSB, fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

Art. 2º Os recursos do FSB serão utilizados exclusivamente para investimentos e inversões financeiras nas finalidades previstas no art. 1º desta Lei, sob as seguintes formas:

I – aquisição de ativos financeiros externos:

a) mediante aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal; ou

---

\* Reprodução do teor do texto legal autêntico (ver BRASIL, 2008b, na lista de referências).

b) diretamente, pelo Ministério da Fazenda; ou

II – por meio da integralização de cotas do fundo privado a que se refere o art. 7º desta Lei.

§ 1º É vedado ao FSB, direta ou indiretamente, conceder garantias.

§ 2º As despesas relativas à operacionalização do FSB serão por ele custeadas.

§ 3º As aplicações em ativos financeiros do FSB terão rentabilidade mínima estimada por operação, ponderada pelo risco, equivalente à taxa Libor (London Interbank Offered Rate) de 6 (seis) meses.

§ 4º Os ativos decorrentes de aquisições diretas pelo Ministério da Fazenda, de que trata o inciso I do *caput*, quando se referirem: *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

I – a ativos de renda fixa e de renda variável internacionais, deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do FSB, em instituição financeira federal no exterior; *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

II – a moeda estrangeira, deverão ser depositados em instituição financeira federal no exterior, até a realização do investimento na forma deste artigo. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

Art. 3º O FSB será regulamentado por decreto que estabelecerá inclusive:

I – diretrizes de aplicação, fixando critérios e níveis de rentabilidade e de risco;

II – diretrizes de gestão administrativa, orçamentária e financeira;

III – regras de supervisão prudencial, respeitadas as melhores práticas internacionais;

IV – condições e requisitos para a integralização de cotas da União no fundo a que se refere o art. 7º desta Lei; e *(Revogado pela Lei nº 12.409, de 2011)*

V – outros dispositivos visando ao adequado funcionamento do fundo.

Art. 4º Poderão constituir recursos do FSB:

I – recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública;

II – ações de sociedade de economia mista federal excedentes ao necessário para manutenção de seu controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; e

III – resultados de aplicações financeiras à sua conta.

IV – títulos da dívida pública mobiliária federal. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

§ 1º Os recursos do FSB, enquanto não destinados às finalidades previstas no art. 1º desta Lei, ficarão depositados na Conta Única do Tesouro Nacional.

§ 2º Fica a União autorizada a emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

§ 3º A União poderá resgatar antecipadamente, a valor de mercado, os títulos de que trata o § 2º. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

§ 4º Fica a União autorizada a permutar com o FSB ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, e de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

§ 5º Os ativos de renda fixa ou variável domésticos recebidos diretamente pelo FSB deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do Fundo, em instituição financeira federal. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

Art. 5º Os recursos decorrentes de resgates do FSB atenderão exclusivamente o objetivo de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e serão destinados conforme disposto na lei orçamentária anual.

§ 1º Para a consecução do objetivo que trata o *caput* deste artigo, o Conselho Deliberativo do FSB elaborará parecer técnico demonstrando a pertinência do resgate ante ao cenário macroeconômico vigente.

§ 2º É vedada a vinculação de recursos de que trata o *caput* deste artigo, bem como sua aplicação em despesas obrigatórias de caráter continuado.

Art. 6º Decreto do Poder Executivo instituirá o Conselho Deliberativo do FSB, composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, pelo Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, e disporá sobre suas atribuições, estrutura e competências. *(Vide Decreto nº 7.113, de 2010)*

§ 1º Observado o disposto no art. 3º desta Lei, caberá ao Conselho Deliberativo, sem prejuízo do disposto no *caput* deste artigo, aprovar a forma, o prazo e a natureza dos investimentos do FSB.

§ 2º A União poderá, a critério do Conselho Deliberativo, contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FSB, as quais farão jus à remuneração pelos serviços prestados.

Art. 7º A União, com recursos do FSB, poderá participar como cotista única de Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização - FFIE, a ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

§ 1º O FFIE terá natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e estará sujeito a direitos e obrigações próprias.

§ 2º A integralização das cotas do FFIE será autorizada por decreto mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

§ 3º O FFIE terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior, com vistas na formação de poupança pública, mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e fomento a projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

§ 4º O FFIE responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, não respondendo o cotista por qualquer obrigação do FFIE, salvo pela integralização das cotas que subscrever.

§ 5º A dissolução do FFIE dar-se-á na forma de seu estatuto e seus recursos retornarão ao FSB.

§ 6º Sobre operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de que trata o *caput* deste artigo não incidirá nenhum imposto ou contribuição social de competência da União.

§ 7º Fica a União, inclusive por meio do FSB, autorizada a permutar com o FFIE ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. *(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011)*

Art. 8º O estatuto do FFIE deverá ser aprovado pelo cotista, por intermédio do Ministério da Fazenda.

Parágrafo único. O estatuto definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial do FFIE.

Art. 9º As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FSB serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei nº 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.

Art. 10. O Ministério da Fazenda encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho, conforme disposto em regulamento do FSB.

Art. 11. O FFIE deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido em estatuto.

Art. 12. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 24 de dezembro de 2008; 187ª da Independência e 120ª da República.

LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

*Guido Mantega*

#### **DECRETO Nº 7.055 DE 28 DE DEZEMBRO DE 2009\***

*Regulamenta o Fundo Soberano do Brasil - FSB, e dá outras providências.*

**O PRESIDENTE DA REPÚBLICA**, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no art. 3º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008,

#### **DECRETA:**

Art. 1º Este Decreto regulamenta o Fundo Soberano do Brasil - FSB, conforme dispõe o art. 3º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008.

Art. 2º Cabe à Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda:

I – realizar operações, praticar os atos que se relacionem com o objeto do FSB e exercer os direitos inerentes aos bens e direitos integrantes do Fundo, podendo adquirir e alienar títulos dele integrantes, observados os dispositivos legais e estatutários e determinações do Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB; e

II – assessorar o CDFSB e o Ministro de Estado da Fazenda nos assuntos relacionados à operação do FSB, prestando-lhes todas as informações solicitadas.

---

\* Reprodução do teor do texto legal autêntico (ver BRASIL, 2009, na lista de referências).

Parágrafo único. A Secretaria do Tesouro Nacional deverá agir sempre no único e exclusivo benefício da União, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando os atos necessários a assegurar-los, bem como administrando os recursos do FSB de forma judiciosa.

Art. 3º As aplicações do FSB deverão atender às suas finalidades, previstas no art. 1º da Lei nº 11.887, de 2008, observado o seguinte:

I – as aplicações em ativos financeiros no exterior deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa *Libor* (*London Interbank Offered Rate*) de seis meses;

II – as aplicações em ativos financeiros no Brasil deverão ter rentabilidade mínima equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, fixada pelo Conselho Monetário Nacional; e

III – as aplicações do FSB serão realizadas em instrumentos financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de risco.

Art. 4º A execução orçamentária e financeira do FSB dar-se-á em unidade gestora específica no Sistema Integrado de Administração Financeira - SIAFI, onde serão registrados individualmente todos os atos de gestão pertinentes.

Art. 5º O FSB terá suas contas auditadas pelos órgãos de controle da administração pública federal.

Art. 6º O exercício social do FSB será coincidente com o ano civil e encerra-se em 31 de dezembro de cada ano.

Art. 7º As demonstrações financeiras do FSB serão divulgadas semestralmente e conterão as seguintes notas explicativas:

I – valor de mercado dos ativos;

II – informações sobre os gastos com a taxa de administração do FSB e seus percentuais em relação ao patrimônio líquido médio semestral; e

III – informações sobre as despesas relativas à sua operacionalização.

Art. 8º A Secretaria do Tesouro Nacional elaborará, semestralmente, relatório de administração do FSB, que deverá conter, no mínimo:



I – descrição das operações realizadas no semestre, especificando, em relação a cada uma, os objetivos, os montantes dos investimentos efetuados, as receitas auferidas e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

II – diretrizes de investimentos aprovadas pelo CDFSB;

III – informações sobre:

a) conjuntura econômica do segmento do mercado financeiro em que se concentrarem as operações do FSB, relativas ao semestre findo; e

b) cenário macroeconômico utilizado para o semestre seguinte;

IV – a rentabilidade nos últimos quatro semestres calendário; e

V – a relação dos encargos debitados ao FSB em cada um dos dois últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Art. 9º O CDFSB autorizará o percentual máximo de cada classe de ativos que o gestor do FSB poderá manter, direta ou indiretamente, na carteira do Fundo.

Art. 10. Fica o Ministro de Estado da Fazenda autorizado a integralizar quotas no Fundo de que trata o art. 7º da Lei nº 11.887, de 2008, observadas as disposições legais e orçamentárias.

Art. 11. O relatório de desempenho de que trata o art. 10 da Lei nº 11.887, de 2008, conterà, no mínimo, o valor de mercado dos ativos que compõem a carteira do FSB, separando os ativos externos e internos, bem como sua variação acumulada no trimestre e nos últimos doze meses, se for o caso.

Parágrafo único. O relatório será encaminhado ao Congresso Nacional até o último dia do trimestre subsequente ao trimestre de referência.

Art. 12. Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 28 de dezembro de 2009; 188º da Independência e 121º da República.

LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

*Nelson Machado*

**DECRETO Nº 7.113, DE 19 DE FEVEREIRO DE 2010\***

*Institui o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil – CDFSB, e dá outras providências.*

**O PRESIDENTE DA REPÚBLICA**, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no art. 6º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008,

**DECRETA:**

Art. 1º Fica instituído o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB, conforme dispõe o art. 6º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008.

Art. 2º O CDFSB será integrado pelos seguintes membros:

- I – Ministro de Estado da Fazenda, que o presidirá;
- II – Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão; e
- III – Presidente do Banco Central do Brasil.

Art. 3º Compete ao CDFSB:

- I – orientar a aplicação e o resgate dos recursos do Fundo Soberano do Brasil - FSB;
- II – resguardar os recursos de que trata a Lei nº 11.887, de 2008, buscando a sua adequação quanto ao risco e retorno dos investimentos;
- III – aprovar projetos de interesse estratégico nacional, de que trata o art. 1º da Lei nº 11.887, de 2008, atendidas as melhores práticas de governança, observado o disposto na regulamentação do inciso III do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008;
- IV – autorizar a aplicação de recursos para a destinação a que se refere o art. 2º da Lei nº 11.887, de 2008;
- V – definir os limites de exposição das aplicações do FSB por classe de ativo, agente operador, mutuário e prazo;
- VI – aprovar metas de rentabilidade para cada classe de ativos do FSB;
- VII – elaborar a proposta orçamentária para o FSB, observado o disposto na regulamentação do inciso II do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008;

---

\* Reprodução do teor do texto legal autêntico (ver BRASIL, 2010a, na lista de referências).

VIII – aprovar a contratação de agentes operadores do FSB, de que trata o § 2º do art. 6º da Lei nº 11.887, de 2008;

IX – elaborar parecer técnico demonstrando a pertinência de resgates junto ao FSB, conforme disposto no § 1º do art. 5º da Lei nº 11.887, de 2008;

X – aprovar o relatório de administração e as demonstrações financeiras do FSB; e

XI – aprovar, por unanimidade, o seu regimento interno.

§ 1º No exercício das competências previstas nos incisos I, II, V e VI, o CDFSB deverá observar o disposto na regulamentação do inciso I do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008.

§ 2º O CDFSB reunir-se-á ordinariamente a cada trimestre e, extraordinariamente, por convocação do seu presidente.

§ 3º Os membros do CDFSB não farão jus a nenhuma espécie de remuneração pelo exercício de suas funções no Conselho, sendo sua atuação considerada de relevante interesse público.

Art. 4º O CDFSB deliberará mediante resoluções, que dependerão da aprovação de pelo menos dois de seus membros.

Art. 5º A Secretaria-Executiva do CDFSB será exercida pela Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda.

Art. 6º O CDFSB poderá instituir câmara consultiva técnica, composta por representantes dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Banco Central do Brasil, com o objetivo de assessorar, discutir e propor resoluções pertinentes àquele Conselho.

Art. 7º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 19 de fevereiro de 2010; 189º da Independência e 122º da República.

LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

*Guido Mantega*



## ANEXO II

# Documentos internacionais Princípios de Santiago (GTI-FRS, FMI) Declaração/Diretrizes (OCDE)

### **GENERALLY ACCEPTED PRINCIPLES AND PRACTICES (GAPP)— SANTIAGO PRINCIPLES\***

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

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

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

- *GAPP 1.1 Subprinciple* The legal framework for the SWF should ensure the legal soundness of the SWF and its transactions.
- *GAPP 1.2 Subprinciple* The key features of the SWF’s legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and the other state bodies, should be publicly disclosed.

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

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

---

\* Reprodução do teor do documento autêntico (ver GTI-FRS, 2008, na lista de referências).

### **GAPP 3. Principle**

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

### **GAPP 4. Principle**

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

- *GAPP 4.1 Subprinciple* The source of SWF funding should be publicly disclosed.
- *GAPP 4.2 Subprinciple* The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

### **GAPP 5. Principle**

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

### **GAPP 6. Principle**

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

### **GAPP 7. Principle**

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

### **GAPP 8. Principle**

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

### **GAPP 9. Principle**

The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

**GAPP 10. Principle**

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

**GAPP 11. Principle**

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

**GAPP 12. Principle**

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

**GAPP 13. Principle**

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

**GAPP 14. Principle**

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

**GAPP 15. Principle**

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

**GAPP 16. Principle**

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

**GAPP 17. Principle**

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

### **GAPP 18. Principle**

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

- *GAPP 18.1 Subprinciple* The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.
- *GAPP 18.2 Subprinciple* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.
- *GAPP 18.3 Subprinciple* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

### **GAPP 19. Principle**

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

- *GAPP 19.1 Subprinciple* If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.
- *GAPP 19.2 Subprinciple* The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

### **GAPP 20. Principle**

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

### **GAPP 21. Principle**

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



**GAPP 22. Principle**

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

- *GAPP 22.1 Subprinciple* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.
- *GAPP 22.2 Subprinciple* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

**GAPP 23. Principle**

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

**GAPP 24. Principle**

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

## **OECD DECLARATION ON SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND RECIPIENT COUNTRY POLICIES\***

(Adopted by Ministers of OECD countries at the Council at Ministerial level, on 5 June 2008)

At the OECD Ministerial Council Meeting on 4-5 June in Paris Ministers of OECD countries\*\*

- Welcomed the constructive contribution that Sovereign Wealth Funds (SWFs) make to the economic development of home and host countries. To date they have been reliable, long-term, commercially-driven investors and a force for global financial stability.
- Recognised that if SWF investments were motivated by political rather than commercial objectives, they could be a source of concern, and that legitimate national security concerns could arise.
- Welcomed international discussions involving SWFs, their governments and recipient governments. These increase understanding, contribute to mutual trust and confidence, and help avoid protectionist responses that could undermine economic growth and development.
- Noted that the home countries of SWFs and SWFs themselves can enhance confidence by taking steps to strengthen transparency and governance in the SWFs.
- Supported the work of the IMF on best practices for SWFs as an essential contribution and the continuing coordination between the OECD and the IMF.
- Noted that the OECD for its part has been working on best practices for recipient countries. Together the IMF and OECD will help preserve and expand an open international investment environment for SWFs while safeguarding essential security interests.

---

\* Reprodução do teor do documento autêntico (ver OCDE, 2008b, na lista de referências).

\*\* Ministers of Chile, Estonia and Slovenia adhered to this Declaration in the name of their government on 5 June 2008.

- Welcomed the Report by the OECD Investment Committee on SWFs and Recipient Country Policies, which reflects inputs from both OECD and emerging economies, and looked forward to future work, including peer monitoring of policy developments and broader consideration of foreign-government controlled investments.
- Based on this Report, Ministers endorsed the following policy principles for countries receiving SWF investments. These principles reflect long-standing OECD commitments that promote an open global investment environment. They are consistent with OECD countries' rights and obligations under the OECD investment instruments.
  - Recipient countries should not erect protectionist barriers to foreign investment.
  - Recipient countries should not discriminate among investors in like circumstances. Any additional investment restrictions in recipient countries should only be considered when policies of general application to both foreign and domestic investors are inadequate to address legitimate national security concerns.
  - Where such national security concerns do arise, investment safeguards by recipient countries should be:
    - transparent and predictable,
    - proportional to clearly-identified national security risks, and
    - subject to accountability in their application.

## **GUIDELINES FOR RECIPIENT COUNTRY INVESTMENT POLICIES RELATING TO NATIONAL SECURITY\***

1. *Non-discrimination*: Governments should be guided by the principle of non-discrimination. In general governments should rely on measures of general application which treat similarly situated investors in a similar fashion. Where such measures are deemed inadequate to protect national security, specific measures taken with respect to individual investments should be based on the specific circumstances of the individual investment which pose a risk to national security.

2. *Transparency/predictability* – while it is in investors “and governments” interests to maintain confidentiality of sensitive information, regulatory objectives and practices should be made as transparent as possible so as to increase the predictability of outcomes.

- *Codification and publication*. Primary and subordinate laws should be codified and made available to the public in a convenient form (e.g. in a public register; on internet). In particular, evaluation criteria used in reviews should be made available to the public.
- *Prior notification*. Governments should take steps to notify interested parties about plans to change investment policies.
- *Consultation*. Governments should seek the views of interested parties when they are considering changing investment policies.
- *Procedural fairness and predictability*. Strict time limits should be applied to review procedures for foreign investments. Commercially-sensitive information provided by the investor should be protected. Where possible, rules providing for approval of transactions if action is not taken to restrict or condition a transaction within a specified time frame should be considered.
- *Disclosure of investment policy actions* is the first step in assuring accountability. Governments should ensure that they adequately disclose

---

\* Reprodução do teor do documento autêntico (ver OCDE, 2008c, na lista de referências).

investment policy actions (e.g. through press releases, annual reports or reports to Parliament), while also protecting commercially-sensitive and classified information.

3. *Regulatory proportionality* – restrictions on investment, or conditions on transaction, should not be greater than needed to protect national security and they should be avoided when other existing measures are adequate and appropriate to address a national security concern.

- *Essential security concerns are self-judging.* OECD investment instruments recognise that each country has a right to determine what is necessary to protect its national security. This determination should be made using risk assessment techniques that are rigorous and that reflect the country's circumstances, institutions and resources. The relationship between investment restrictions and the national security risks identified should be clear.
- *Narrow focus.* Investment restrictions should be narrowly focused on concerns related to national security.
- *Appropriate expertise.* Security-related investment measures should be designed so that they benefit from adequate national security expertise as well as expertise necessary to weigh the implications of actions with respect to the benefits of open investment policies and the impact of restrictions.
- *Tailored responses.* If used at all, restrictive investment measures should be tailored to the specific risks posed by specific investment proposals. This would include providing for policy measures (especially risk mitigation agreements) that address security concerns, but fall short of blocking investments.
- *Last resort.* Restrictive investment measures should be used, if at all, as a last resort when other policies (e.g. sectoral licensing, competition policy, financial market regulations) cannot be used to eliminate security-related concerns.

4. *Accountability* – procedures for internal government oversight, parliamentary oversight, judicial review, periodic regulatory impact assessments, and requirements that important decisions (including decisions to block an investment) should be taken at high government levels should be considered to ensure accountability of the implementing authorities.

- *Accountability to citizens.* Authorities responsible for restrictive investment policy measures should be accountable to the citizens on whose behalf these measures are taken. Countries use a mix of political and judicial oversight mechanisms to preserve the neutrality and objectivity of the investment review process while also assuring its political accountability. Measures to enhance the accountability of implementing authorities to Parliament should be considered (e.g. Parliamentary committee monitoring of policy implementation and answers or reports to Parliament that also protect sensitive commercial or security-related information).
- *International accountability mechanisms.* All countries share a collective interest in maintaining international investment policies that are open, legitimate and fair. Through various international standards, governments recognise this collective interest and agree to participate in related international accountability mechanisms (e.g. the OECD notification and peer review obligations in relation to restrictive investment policies). In particular, these help constrain domestic political pressures for restrictive and discriminatory policies. Recipient governments should participate in and support these mechanisms.
- *Recourse for foreign investors.* The possibility for foreign investors to seek review of decisions to restrict foreign investments through administrative procedures or before judicial or administrative courts can enhance accountability. However, some national constitutions' allocation of authority with respect to national security may place limits on the scope of authority of the courts. Moreover, judicial and administrative procedures can be costly and time-consuming for both recipient governments and investors, it is important to have mechanisms in place to ensure the effectiveness, integrity and objectivity of decisions so that recourse to such procedures is rare. The possibility of seeking redress should not hinder the executive branch in fulfilling its responsibility to protect national security.

- *The ultimate authority for important decisions (e.g. to block foreign investments) should reside at a high political level.* Such decisions require high-level involvement because they may restrict the free expression of property rights, a critical underpinning of market economies, and because they often require co-ordination among numerous government functions. The final decision to prohibit (or block) an investment should be taken at the level of heads of state or ministers.
- *Effective public sector management.* Broader public sector management systems help ensure that the political level officials and civil servants responsible for security-related investment policies face appropriate incentives and controls for ensuring that they exercise due care in carrying out their responsibilities and are free from corruption, undue influence and conflict of interest.





ANEXO III  
Legislação estrangeira  
FINSA 2007 (EUA)

**FOREIGN INVESTMENT AND NATIONAL  
SECURITY ACT OF 2007\***

An Act

To ensure national security while promoting foreign investment and the creation and maintenance of jobs, to reform the process by which such investments are examined for any effect they may have on national security, to establish the Committee on Foreign Investment in the United States, and for other purposes.

*Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled,*

**SECTION 1. SHORT TITLE; TABLE OF CONTENTS**

(a) SHORT TITLE—This Act may be cited as the “Foreign Investment and National Security Act of 2007”.

(b) TABLE OF CONTENTS—The table of contents for this Act is as follows:  
Sec. 1. Short title; table of contents.

---

\* Reprodução do teor do texto legal norte-americano autêntico (ver EUA, 2007a, na lista de referências).

- Sec. 2. United States security improvement amendments; clarification of review and investigation process.
- Sec. 3. Statutory establishment of the Committee on Foreign Investment in the United States.
- Sec. 4. Additional factors for consideration.
- Sec. 5. Mitigation, tracking, and postconsummation monitoring and enforcement.
- Sec. 6. Action by the President.
- Sec. 7. Increased oversight by Congress.
- Sec. 8. Certification of notices and assurances.
- Sec. 9. Regulations.
- Sec. 10. Effect on other law.
- Sec. 11. Clerical amendments
- Sec. 12. Effective date.

## **SEC. 2. UNITED STATES SECURITY IMPROVEMENT AMENDMENTS; CLARIFICATION OF REVIEW AND INVESTIGATION PROCESS**

Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by striking subsections (a) and (b) and inserting the following:

“(a) DEFINITIONS—For purposes of this section, the following definitions shall apply:

“(1) COMMITTEE; CHAIRPERSON—The terms ‘Committee’ and ‘chairperson’ mean the Committee on Foreign Investment in the United States and the chairperson thereof, respectively.

“(2) CONTROL—The term ‘control’ has the meaning given to such term in regulations which the Committee shall prescribe.

“(3) COVERED TRANSACTION—The term ‘covered transaction’ means any merger, acquisition, or takeover that is proposed or pending after August 23, 1988, by or with any foreign person which could result in foreign control of any person engaged in interstate commerce in the United States.

“(4) FOREIGN GOVERNMENT-CONTROLLED TRANSACTION— The term ‘foreign government-controlled transaction’ means any covered transaction that could result in the control of any person engaged in interstate commerce

in the United States by a foreign government or an entity controlled by or acting on behalf of a foreign government.

“(5) CLARIFICATION—The term ‘national security’ shall be construed so as to include those issues relating to ‘homeland security’, including its application to critical infrastructure.

“(6) CRITICAL INFRASTRUCTURE—The term ‘critical infrastructure’ means, subject to rules issued under this section, systems and assets, whether physical or virtual, so vital to the United States that the incapacity or destruction of such systems or assets would have a debilitating impact on national security.

“(7) CRITICAL TECHNOLOGIES—The term ‘critical technologies’ means critical technology, critical components, or critical technology items essential to national defense, identified pursuant to this section, subject to regulations issued at the direction of the President, in accordance with subsection (h).

“(8) LEAD AGENCY—The term ‘lead agency’ means the agency, or agencies, designated as the lead agency or agencies pursuant to subsection (k)(5) for the review of a transaction.

“(b) NATIONAL SECURITY REVIEWS AND INVESTIGATIONS—

“(1) NATIONAL SECURITY REVIEWS—

“(A) IN GENERAL—Upon receiving written notification under subparagraph (C) of any covered transaction, or pursuant to a unilateral notification initiated under subparagraph (D) with respect to any covered transaction, the President, acting through the Committee—

“(i) shall review the covered transaction to determine the effects of the transaction on the national security of the United States; and

“(ii) shall consider the factors specified in subsection (f) for such purpose, as appropriate.

“(B) CONTROL BY FOREIGN GOVERNMENT—If the Committee determines that the covered transaction is a foreign government-controlled transaction, the Committee shall conduct an investigation of the transaction under paragraph (2).

“(C) WRITTEN NOTICE—

“(i) IN GENERAL—Any party or parties to any covered transaction may initiate a review of the transaction under this paragraph by submitting a written notice of the transaction to the Chairperson of the Committee.

“(ii) WITHDRAWAL OF NOTICE—No covered transaction for which a notice was submitted under clause (i) may be withdrawn from review, unless a

written request for such withdrawal is submitted to the Committee by any party to the transaction and approved by the Committee.

“(iii) CONTINUING DISCUSSIONS—A request for withdrawal under clause (ii) shall not be construed to preclude any party to the covered transaction from continuing informal discussions with the Committee President or any member thereof regarding possible resubmission for review pursuant to this paragraph.

“(D) UNILATERAL INITIATION OF REVIEW—Subject to subparagraph (F), the President or the Committee may initiate a review under subparagraph (A) of—

“(i) any covered transaction;

“(ii) any covered transaction that has previously been reviewed or investigated under this section, if any party to the transaction submitted false or misleading material information to the Committee in connection with the review or investigation or omitted material information, including material documents, from information submitted to the Committee; or

“(iii) any covered transaction that has previously been reviewed or investigated under this section, if—

“(I) any party to the transaction or the entity resulting from consummation of the transaction intentionally materially breaches a mitigation agreement or condition described in subsection (l)(1)(A);

“(II) such breach is certified to the Committee by the lead department or agency monitoring and enforcing such agreement or condition as an intentional material breach; and

“(III) the Committee determines that there are no other remedies or enforcement tools available to address such breach.

“(E) TIMING—Any review under this paragraph shall be completed before the end of the 30-day period beginning on the date of the acceptance of written notice under subparagraph (C) by the chairperson, or beginning on the date of the initiation of the review in accordance with subparagraph (D), as applicable.

“(F) LIMIT ON DELEGATION OF CERTAIN AUTHORITY— The authority of the Committee to initiate a review under subparagraph (D) may not be delegated to any person, other than the Deputy Secretary or an appropriate Under Secretary of the department or agency represented on the Committee.

“(2) NATIONAL SECURITY INVESTIGATIONS—

“(A) IN GENERAL—In each case described in subparagraph (B), the Committee shall immediately conduct an investigation of the effects of a

covered transaction on the national security of the United States, and take any necessary actions in connection with the transaction to protect the national security of the United States.

“(B) APPLICABILITY—Subparagraph (A) shall apply in each case in which—

“(i) a review of a covered transaction under paragraph (1) results in a determination that—

“(I) the transaction threatens to impair the national security of the United States and that

threat has not been mitigated during or prior to the review of a covered transaction under paragraph (1);

“(II) the transaction is a foreign government-controlled transaction; or

“(III) the transaction would result in control of any critical infrastructure of or within the

United States by or on behalf of any foreign person, if the Committee determines that the transaction could impair national security, and that such impairment to national security has not been mitigated by assurances provided or renewed with the approval of the Committee, as described in subsection (I), during the review period under paragraph (1); or

“(ii) the lead agency recommends, and the Committee concurs, that an investigation be undertaken.

“(C) TIMING—Any investigation under subparagraph (A) shall be completed before the end of the 45-day period beginning on the date on which the investigation commenced.

“(D) EXCEPTION—

“(i) IN GENERAL—Notwithstanding subparagraph (B)(i), an investigation of a foreign government-controlled transaction described in subclause (II) of subparagraph (B)(i) or a transaction involving critical infrastructure described in subclause (III) of subparagraph (B)(i) shall not be required under this paragraph, if the Secretary of the Treasury and the head of the lead agency jointly determine, on the basis of the review of the transaction under paragraph (1), that the transaction will not impair the national security of the United States.

“(ii) NONDELEGATION—The authority of the Secretary or the head of an agency referred to in clause (i) may not be delegated to any person, other than the Deputy Secretary of the Treasury or the deputy head (or the equivalent thereof) of the lead agency, respectively.

“(E) GUIDANCE ON CERTAIN TRANSACTIONS WITH NATIONAL SECURITY IMPLICATIONS—The Chairperson shall, not later than 180

days after the effective date of the Foreign Investment and National Security Act of 2007, publish in the Federal Register guidance on the types of transactions that the Committee has reviewed and that have presented national security considerations, including transactions that may constitute covered transactions that would result in control of critical infrastructure relating to United States national security by a foreign government or an entity controlled by or acting on behalf of a foreign government.

“(3) CERTIFICATIONS TO CONGRESS—

“(A) CERTIFIED NOTICE AT COMPLETION OF REVIEW— Upon completion of a review under subsection (b) that concludes action under this section, the chairperson and the head of the lead agency shall transmit a certified notice to the members of Congress specified in subparagraph (C)(iii).

“(B) CERTIFIED REPORT AT COMPLETION OF INVESTIGATION— As soon as is practicable after completion of an investigation under subsection (b) that concludes action under this section, the chairperson and the head of the lead agency shall transmit to the members of Congress specified in subparagraph (C)(iii) a certified written report (consistent with the requirements of subsection (c) on the results of the investigation, unless the matter under investigation has been sent to the President for decision.

“(C) CERTIFICATION PROCEDURES—

“(i) IN GENERAL—Each certified notice and report required under subparagraphs (A) and (B), respectively, shall be submitted to the members of Congress specified in clause (iii), and shall include—

“(I) a description of the actions taken by the Committee with respect to the transaction; and

“(II) identification of the determinative factors considered under subsection (f).

“(ii) CONTENT OF CERTIFICATION—Each certified notice and report required under subparagraphs (A) and (B), respectively, shall be signed by the chairperson and the head of the lead agency, and shall state that, in the determination of the Committee, there are no unresolved national security concerns with the transaction that is the subject of the notice or report.

“(iii) MEMBERS OF CONGRESS—Each certified notice and report required under subparagraphs (A) and (B), respectively, shall be transmitted—

“(I) to the Majority Leader and the Minority Leader of the Senate;

“(II) to the chair and ranking member of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate and of any committee of the Senate having oversight over the lead agency;

“(III) to the Speaker and the Minority Leader of the House of Representatives;  
 “(IV) to the chair and ranking member of the Committee on Financial Services of the House of Representatives and of any committee of the House of Representatives having oversight over the lead agency; and

“(V) with respect to covered transactions involving critical infrastructure, to the members of the Senate from the State in which the principal place of business of the acquired United Statesperson is located, and the member from the Congressional District in which such principal place of business is located.

“(iv) SIGNATURES; LIMIT ON DELEGATION—

“(I) IN GENERAL—Each certified notice and report required under subparagraphs (A) and (B), respectively, shall be signed by the chairperson and the head of the lead agency, which signature requirement may only be delegated in accordance with subclause (II).

“(II) LIMITATION ON DELEGATION OF CERTIFICATIONS— The chairperson and the head of the lead agency may delegate the signature requirement under subclause (I)—

“(aa) only to an appropriate employee of the Department of the Treasury (in the case of the Secretary of the Treasury) or to an appropriate employee of the lead agency (in the case of the lead agency) who was appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate, with respect to any notice provided under paragraph (1) following the completion of a review under this section;

or

“(bb) only to a Deputy Secretary of the Treasury (in the case of the Secretary of the Treasury) or a person serving in the Deputy position or the equivalent thereof at the lead agency (in the case of the lead agency), with respect to any report provided under subparagraph (B) following an investigation under this section.

“(4) ANALYSIS BY DIRECTOR OF NATIONAL INTELLIGENCE—

“(A) IN GENERAL—The Director of National Intelligence shall expeditiously carry out a thorough analysis of any threat to the national security of the United States posed by any covered transaction. The Director of National Intelligence shall also seek and incorporate the views of all affected or appropriate intelligence agencies with respect to the transaction.

“(B) TIMING—The analysis required under subparagraph (A) shall be provided by the Director of National Intelligence to the Committee not later than 20

days after the date on which notice of the transaction is accepted by the Committee under paragraph (1)(C), but such analysis may be supplemented or amended, as the Director considers necessary or appropriate, or upon a request for additional information by the Committee. The Director may begin the analysis at any time prior to acceptance of the notice, in accordance with otherwise applicable law.

“(C) INTERACTION WITH INTELLIGENCE COMMUNITY— The Director of National Intelligence shall ensure that the intelligence community remains engaged in the collection, analysis, and dissemination to the Committee of any additional relevant information that may become available during the course of any investigation conducted under subsection (b) with respect to a transaction.

“(D) INDEPENDENT ROLE OF DIRECTOR—The Director of National Intelligence shall be a nonvoting, ex officio member of the Committee, and shall be provided with all notices received by the Committee under paragraph (1)(C) regarding covered transactions, but shall serve no policy role on the Committee, other than to provide analysis under subparagraphs (A) and (C) in connection with a covered transaction.

“(5) SUBMISSION OF ADDITIONAL INFORMATION—No provision of this subsection shall be construed as prohibiting any party to a covered transaction from submitting additional information concerning the transaction, including any proposed restructuring of the transaction or any modifications to any agreements in connection with the transaction, while any review or investigation of the transaction is ongoing.

“(6) NOTICE OF RESULTS TO PARTIES—The Committee shall notify the parties to a covered transaction of the results of a review or investigation under this section, promptly upon completion of all action under this section.

“(7) REGULATIONS—Regulations prescribed under this section shall include standard procedures for—

“(A) submitting any notice of a covered transaction to the Committee;

“(B) submitting a request to withdraw a covered transaction from review;

“(C) resubmitting a notice of a covered transaction that was previously withdrawn from review; and

“(D) providing notice of the results of a review or investigation to the parties to the covered transaction, upon completion of all action under this section.”



### **SEC. 3. STATUTORY ESTABLISHMENT OF THE COMMITTEE ON FOREIGN INVESTMENT IN THE UNITED STATES**

Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by striking subsection (k) and inserting the following:

“(k) COMMITTEE ON FOREIGN INVESTMENT IN THE UNITED STATES—

“(1) ESTABLISHMENT—The Committee on Foreign Investment in the United States, established pursuant to Executive Order No. 11858, shall be a multi agency committee to carry out this section and such other assignments as the President may designate.

“(2) MEMBERSHIP—The Committee shall be comprised of the following members or the designee of any such member:

“(A) The Secretary of the Treasury.

“(B) The Secretary of Homeland Security.

“(C) The Secretary of Commerce.

“(D) The Secretary of Defense.

“(E) The Secretary of State.

“(F) The Attorney General of the United States.

“(G) The Secretary of Energy.

“(H) The Secretary of Labor (nonvoting, ex officio).

“(I) The Director of National Intelligence (nonvoting, ex officio).

“(J) The heads of any other executive department, agency, or office, as the President determines appropriate, generally or on a case-by-case basis.

“(3) CHAIRPERSON—The Secretary of the Treasury shall serve as the chairperson of the Committee.

“(4) ASSISTANT SECRETARY FOR THE DEPARTMENT OF THE TREASURY—There shall be established an additional position of Assistant Secretary of the Treasury, who shall be appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate. The Assistant Secretary appointed under this paragraph shall report directly to the Undersecretary of the Treasury for International Affairs. The duties of the Assistant Secretary shall include duties related to the Committee on Foreign Investment in the United States, as delegated by the Secretary of the Treasury under this section.

“(5) DESIGNATION OF LEAD AGENCY—The Secretary of the Treasury shall designate, as appropriate, a member or members of the Committee to be the lead agency or agencies on behalf of the Committee—

“(A) for each covered transaction, and for negotiating any mitigation agreements or other conditions necessary to protect national security; and

“(B) for all matters related to the monitoring of the completed transaction, to ensure compliance with such agreements or conditions and with this section.

“(6) OTHER MEMBERS—The chairperson shall consult with the heads of such other Federal departments, agencies, and independent establishments in any review or investigation under subsection (a), as the chairperson determines to be appropriate, on the basis of the facts and circumstances of the covered transaction under review or investigation (or the designee of any such department or agency head).

“(7) MEETINGS—The Committee shall meet upon the direction of the President or upon the call of the chairperson, without regard to section 552b of title 5, United States Code (if otherwise applicable)”.

#### **SEC. 4. ADDITIONAL FACTORS FOR CONSIDERATION**

Section 721(f) of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170(f)) is amended—

(1) in the matter preceding paragraph (1), by striking “among other factors”;

(2) in paragraph (4)—

(A) in subparagraph (A) by striking “or” at the end;

(B) by redesignating subparagraph (B) as subparagraph (C);

(C) by inserting after subparagraph (A) the following: “(B) identified by the Secretary of Defense as posing a potential regional military threat to the interests of the United States; or”; and

(D) by striking “and” at the end;

(3) in paragraph (5), by striking the period at the end and inserting a semicolon; and

(4) by adding at the end the following: “(6) the potential national security-related effects on United States critical infrastructure, including major energy assets; “(7) the potential national security-related effects on United States critical technologies; “(8) whether the covered transaction is a foreign government-controlled transaction, as determined under subsection (b) (1)(B); “(9) as appropriate, and particularly with respect to transactions requiring an investigation under subsection (b)(1)(B), a review of the current assessment of— “(A) the adherence of the subject country to nonproliferation

control regimes, including treaties and multilateral supply guidelines, which shall draw on, but not be limited to, the annual report on ‘Adherence to and Compliance with Arms Control, Nonproliferation and Disarmament Agreements and Commitments’ required by section 403 of the Arms Control and Disarmament Act; “(B) the relationship of such country with the United States, specifically on its record on cooperating in counterterrorism efforts, which shall draw on, but not be limited to, the report of the President to Congress under section 7120 of the Intelligence Reform and Terrorism Prevention Act of 2004; and

“(C) the potential for transshipment or diversion of technologies with military applications, including an analysis of national export control laws and regulations;“(10) the long-term projection of United States requirements for sources of energy and other critical resources and material; and “(11) such other factors as the President or the Committee may determine to be appropriate, generally or in connection with a specific review or investigation”.

## **SEC. 5. MITIGATION, TRACKING, AND POSTCONSUMMATION MONITORING AND ENFORCEMENT**

Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by adding at the end the following:

“(1) MITIGATION, TRACKING, AND POSTCONSUMMATION MONITORING AND ENFORCEMENT—

“(1) MITIGATION—

“(A) IN GENERAL—The Committee or a lead agency may, on behalf of the Committee, negotiate, enter into or impose, and enforce any agreement or condition with any party to the covered transaction in order to mitigate any threat to the national security of the United States that arises as a result of the covered transaction.

“(B) RISK-BASED ANALYSIS REQUIRED—Any agreement entered into or condition imposed under subparagraph (A) shall be based on a risk-based analysis, conducted by the Committee, of the threat to national security of the covered transaction.

“(2) TRACKING AUTHORITY FOR WITHDRAWN NOTICES—

“(A) IN GENERAL—If any written notice of a covered transaction that was submitted to the Committee under this section is withdrawn before any review or investigation by the Committee under subsection (b) is completed,

the Committee shall establish, as appropriate— “(i) interim protections to address specific concerns with such transaction that have been raised in connection with any such review or investigation pending any resubmission of any written notice under this section with respect to such transaction and further action by the President under this section; “(ii) specific time frames for resubmitting any such written notice; and “(iii) a process for tracking any actions that may be taken by any party to the transaction, in connection with the transaction, before the notice referred to in clause (ii) is resubmitted.

“(B) DESIGNATION OF AGENCY—The lead agency, other than any entity of the intelligence community (as defined in the National Security Act of 1947), shall, on behalf of the Committee, ensure that the requirements of subparagraph (A) with respect to any covered transaction that is subject to such subparagraph are met.

“(3) NEGOTIATION, MODIFICATION, MONITORING, AND ENFORCEMENT—

“(A) DESIGNATION OF LEAD AGENCY—The lead agency shall negotiate, modify, monitor, and enforce, on behalf of the Committee, any agreement entered into or condition imposed under paragraph (1) with respect to a covered transaction, based on the expertise with and knowledge of the issues related to such transaction on the part of the designated department or agency. Nothing in this paragraph shall prohibit other departments or agencies in assisting the lead agency in carrying out the purposes of this paragraph.

“(B) REPORTING BY DESIGNATED AGENCY—

“(i) MODIFICATION REPORTS—The lead agency in connection with any agreement entered into or condition imposed with respect to a covered transaction shall—

“(I) provide periodic reports to the Committee on any material modification to any such agreement or condition imposed with respect to the transaction; and

“(II) ensure that any material modification to any such agreement or condition is reported to the Director of National Intelligence, the Attorney General of the United States, and any other Federal department or agency that may have a material interest in such modification.

“(ii) COMPLIANCE—The Committee shall develop and agree upon methods for evaluating compliance with any agreement entered into or condition imposed with respect to a covered transaction that will allow the Committee to adequately assure compliance, without— “(I) unnecessarily diverting

Committee resources from assessing any new covered transaction for which a written notice has been filed pursuant to subsection (b)(1)(C), and if necessary, reaching a mitigation agreement with or imposing a condition on a party to such covered transaction or any covered transaction for which a review has been reopened for any reason; or

“(II) placing unnecessary burdens on a party to a covered transaction”.

## **SEC. 6. ACTION BY THE PRESIDENT**

Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by striking subsections (d) and (e) and inserting the following:

“(d) ACTION BY THE PRESIDENT—

“(1) IN GENERAL—Subject to paragraph (4), the President may take such action for such time as the President considers appropriate to suspend or prohibit any covered transaction that threatens to impair the national security of the United States.

“(2) ANNOUNCEMENT BY THE PRESIDENT—The President shall announce the decision on whether or not to take action pursuant to paragraph (1) not later than 15 days after the date on which an investigation described in subsection (b) is completed.

“(3) ENFORCEMENT—The President may direct the Attorney General of the United States to seek appropriate relief, including divestment relief, in the district courts of the United States, in order to implement and enforce this subsection.

“(4) FINDINGS OF THE PRESIDENT—The President may exercise the authority conferred by paragraph (1), only if the President finds that—

“(A) there is credible evidence that leads the President to believe that the foreign interest exercising control might take action that threatens to impair the national security; and

“(B) provisions of law, other than this section and the International Emergency Economic Powers Act, do not, in the judgment of the President, provide adequate and appropriate authority for the President to protect the national security in the matter before the President.

“(5) FACTORS TO BE CONSIDERED—For purposes of determining whether to take action under paragraph (1), the President shall consider, among other factors each of the factors described in subsection (f), as appropriate.

“(e) ACTIONS AND FINDINGS NONREVIEWABLE—The actions of the President under paragraph (1) of subsection (d) and the findings of the President under paragraph (4) of subsection (d) shall not be subject to judicial review”.

## **SEC. 7. INCREASED OVERSIGHT BY CONGRESS**

(a) REPORT ON ACTIONS—Section 721(g) of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170(g)) is amended to read as follows:

“(g) ADDITIONAL INFORMATION TO CONGRESS; CONFIDENTIALITY—

“(1) BRIEFING REQUIREMENT ON REQUEST—The Committee shall, upon request from any Member of Congress specified in subsection (b)(3)(C)(iii), promptly provide briefings on a covered transaction for which all action has concluded under this section, or on compliance with a mitigation agreement or condition imposed with respect to such transaction, on a classified basis, if deemed necessary by the sensitivity of the information. Briefings under this paragraph may be provided to the congressional staff of such a Member of Congress having appropriate security clearance.

“(2) APPLICATION OF CONFIDENTIALITY PROVISIONS—

“(A) IN GENERAL—The disclosure of information under this subsection shall be consistent with the requirements of subsection (c). Members of Congress and staff of either House of Congress or any committee of Congress, shall be subject to the same limitations on disclosure of information as are applicable under subsection (c).

“(B) PROPRIETARY INFORMATION—Proprietary information which can be associated with a particular party to a covered transaction shall be furnished in accordance with subparagraph (A) only to a committee of Congress, and only when the committee provides assurances of confidentiality, unless such party otherwise consents in writing to such disclosure”.

(b) ANNUAL REPORT—Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by adding at the end the following:

“(m) ANNUAL REPORT TO CONGRESS—

“(1) IN GENERAL—The chairperson shall transmit a report to the chairman and ranking member of the committee of jurisdiction in the Senate and the House of Representatives, before July 31 of each year on all of the reviews and investigations of covered transactions completed under subsection (b) during the 12-month period covered by the report.

“(2) CONTENTS OF REPORT RELATING TO COVERED TRANSACTIONS—

The annual report under paragraph (1) shall contain the following information, with respect to each covered transaction, for the reporting period:

“(A) A list of all notices filed and all reviews or investigations completed during the period, with basic information on each party to the transaction, the nature of the business activities or products of all pertinent persons, along with information about any withdrawal from the process, and any decision or action by the President under this section.

“(B) Specific, cumulative, and, as appropriate, trend information on the numbers of filings, investigations, withdrawals, and decisions or actions by the President under this section.

“(C) Cumulative and, as appropriate, trend information on the business sectors involved in the filings which have been made, and the countries from which the investments have originated.

“(D) Information on whether companies that withdrew notices to the Committee in accordance with subsection (b)(1)(C)(ii) have later refiled such notices, or, alternatively, abandoned the transaction.

“(E) The types of security arrangements and conditions the Committee has used to mitigate national security concerns about a transaction, including a discussion of the methods that the Committee and any lead agency are using to determine compliance with such arrangements or conditions.

“(F) A detailed discussion of all perceived adverse effects of covered transactions on the national security or critical infrastructure of the United States that the Committee will take into account in its deliberations during the period before delivery of the next report, to the extent possible.

“(3) CONTENTS OF REPORT RELATING TO CRITICAL TECHNOLOGIES—

“(A) IN GENERAL—In order to assist Congress in its oversight responsibilities with respect to this section, the President and such agencies as the President shall designate shall include in the annual report submitted under paragraph (1)—

“(i) an evaluation of whether there is credible evidence of a coordinated strategy by 1 or more countries or companies to acquire United States companies involved in research, development, or production of critical technologies for which the United States is a leading producer; and

“(ii) an evaluation of whether there are industrial espionage activities directed or directly assisted by foreign governments against private United States companies aimed at obtaining commercial secrets related to critical technologies.

“(B) RELEASE OF UNCLASSIFIED STUDY—All appropriate portions of the annual report under paragraph (1) may be classified. An unclassified version of the report, as appropriate, consistent with safeguarding national security and privacy, shall be made available to the public”.

(c) STUDY AND REPORT—

(1) STUDY REQUIRED—Before the end of the 120-day period beginning on the date of enactment of this Act and annually thereafter, the Secretary of the Treasury, in consultation with the Secretary of State and the Secretary of Commerce, shall conduct a study on foreign direct investments in the United States, especially investments in critical infrastructure and industries affecting national security, by—

(A) foreign governments, entities controlled by or acting on behalf of a foreign government, or persons of foreign countries which comply with any boycott of Israel; or (B) foreign governments, entities controlled by or acting on behalf of a foreign government, or persons of foreign countries which do not ban organizations designated by the Secretary of State as foreign terrorist organizations.

(2) REPORT—Before the end of the 30-day period beginning upon the date of completion of each study under paragraph (1), and thereafter in each annual report under section 721(m) of the Defense Production Act of 1950 (as added by this section), the Secretary of the Treasury shall submit a report to Congress, for transmittal to all appropriate committees of the Senate and the House of Representatives, containing the findings and conclusions of the Secretary with respect to the study described in paragraph (1), together with an analysis of the effects of such investment on the national security of the United States and on any efforts to address those effects.

(d) INVESTIGATION BY INSPECTOR GENERAL—

(1) IN GENERAL—The Inspector General of the Department of the Treasury shall conduct an independent investigation to determine all of the facts and circumstances concerning each failure of the Department of the Treasury to make any report to the Congress that was required under section 721(k) of the Defense Production Act of 1950, as in effect on the day before the date of enactment of this Act.

(2) REPORT TO THE CONGRESS—Before the end of the 270-day period beginning on the date of enactment of this Act, the Inspector General of the Department of the Treasury shall submit a report on the investigation under paragraph (1) containing the findings and conclusions of the Inspector General, to the chairman and ranking member of each committee of the



Senate and the House of Representatives having jurisdiction over any aspect of the report, including, at a minimum, the Committee on Foreign Relations, the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, and the Committee on Commerce, Science, and Transportation of the Senate, and the Committee on Foreign Affairs, the Committee on Financial Services, and the Committee on Energy and Commerce of the House of Representatives.

## **SEC. 8. CERTIFICATION OF NOTICES AND ASSURANCES**

Section 721 of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170) is amended by adding at the end the following:

“(n) CERTIFICATION OF NOTICES AND ASSURANCES.—Each notice, and any followup information, submitted under this section and regulations prescribed under this section to the President or the Committee by a party to a covered transaction, and any information submitted by any such party in connection with any action for which a report is required pursuant to paragraph (3)(B) of subsection (l), with respect to the implementation of any mitigation agreement or condition described in paragraph (1)(A) of subsection (l), or any material change in circumstances, shall be accompanied by a written statement by the chief executive officer or the designee of the person required to submit such notice or information certifying that, to the best of the knowledge and belief of that person—

“(1) the notice or information submitted fully complies with the requirements of this section or such regulation, agreement, or condition; and “(2) the notice or information is accurate and complete in all material respects.”

## **SEC. 9. REGULATIONS**

Section 721(h) of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170(h)) is amended to read as follows:

“(h) REGULATIONS—

“(1) IN GENERAL—The President shall direct, subject to notice and comment, the issuance of regulations to carry out this section.

“(2) EFFECTIVE DATE—Regulations issued under this section shall become effective not later than 180 days after the effective date of the Foreign Investment and National Security Act of 2007.

“(3) CONTENT—Regulations issued under this subsection shall—

“(A) provide for the imposition of civil penalties for any violation of this section, including any mitigation agreement entered into or conditions imposed pursuant to subsection (l);

“(B) to the extent possible—

“(i) minimize paperwork burdens; and “(ii) coordinate reporting requirements under this section with reporting requirements under any other provision of Federal law; and

“(C) provide for an appropriate role for the Secretary of Labor with respect to mitigation agreements”.

#### **SEC. 10. EFFECT ON OTHER LAW**

Section 721(i) of the Defense Production Act of 1950 (50 U.S.C. App. 2170(i)) is amended to read as follows:

“(i) EFFECT ON OTHER LAW—No provision of this section shall be construed as altering or affecting any other authority, process, regulation, investigation, enforcement measure, or review provided by or established under any other provision of Federal law, including the International Emergency Economic Powers Act, or any other authority of the President or the Congress under the Constitution of the United States”.

#### **SEC. 11. CLERICAL AMENDMENTS**

(a) TITLE 31—Section 301(e) of title 31, United States Code, is amended by striking “8 Assistant” and inserting “9 Assistant”.

(b) TITLE 5—Section 5315 of title 5, United States Code, is amended in the item relating to “Assistant Secretaries of the Treasury”, by striking “(8)” and inserting “(9)”.

**SEC. 12. EFFECTIVE DATE**

The amendments made by this Act shall apply after the end of the 90-day period beginning on the date of enactment of this Act.

Approved July 26, 2007.





Formato	15,5 x 22,5 cm
Mancha gráfica	12 x 18,3cm
Papel	pólen soft 80g (miolo), cartão supremo 250g (capa)
Fontes	Frutiger 55 Roman 16/18 (títulos), Chaparral Pro 12/16 (textos)

O estado de crise na economia mundial desde 2007 deslocou os investidores soberanos do lugar de destaque que ocupavam até então entre as principais preocupações dos Governos, sobretudo nos países desenvolvidos. A mudança nas prioridades dos países e da comunidade internacional não fez desaparecer, contudo, os fatores por trás da emergência desses atores econômicos globais, nem as razões que recomendam atenção aos investimentos realizados por essas entidades estatais ou a seu papel no atual cenário econômico.

Este livro busca definir aspectos da trajetória dos investidores soberanos, a origem de seu capital, suas características e estratégias de investimento, sublinhando algumas diferenças em relação aos investidores estrangeiros privados, que podem requerer abordagem específica por parte dos países receptores de seus investimentos. Aborda também a posição particular do Brasil nesse tema, por figurar tanto como alvo do interesse de investidores soberanos, quanto como detentor de amplas reservas em moeda estrangeira e de um fundo soberano próprio.

