

ISABELA MORBACH MACHADO E SILVA

**DIREITO FINANCEIRO E OS FUNDOS DE EXPLORAÇÃO
DE RECURSOS NATURAIS NÃO RENOVÁVEIS**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Associado Fernando Facury Scaff

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO - SP

2017

ISABELA MORBACH MACHADO E SILVA

**DIREITO FINANCEIRO E OS FUNDOS DE EXPLORAÇÃO DE
RECURSOS NATURAIS NÃO RENOVÁVEIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiros, sob a orientação do Prof. Associado Dr. Fernando Facury Scaff.

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2017

Machado e Silva, Isabela Morbach

Direito Financeiro e os fundos de exploração de recursos naturais não renováveis / Isabela Morbach Machado e Silva ; orientador Fernando Facury Scaff -- São Paulo, 2017.

190 fl.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Direito Econômico, Financeiro e Tributário) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

1. Direito Financeiro. 2. Fundos. 3. Fundos Soberanos de Riqueza. 4. Recursos naturais não renováveis. I. Scaff, Fernando Facury, orient. II. Título.

ISABELA MORBACH MACHADO E SILVA

**DIREITO FINANCEIRO E OS FUNDOS DE EXPLORAÇÃO DE
RECURSOS NATURAIS NÃO RENOVÁVEIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob a orientação do Prof. Associado Dr. Fernando Facury Scaff.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA:

Professor Associado Fernando Facury Scaff (Orientador)

Instituição: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Assinatura: _____

Professor(a):

Instituição: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Assinatura: _____

Professor(a):

Instituição:

Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Enquanto escrevia este trabalho revisitei cada uma das disciplinas que tive a oportunidade de cursar no período em que me dediquei ao mestrado. Me aventurei naquelas mais próximas à minha área de estudo, o Direito, e também em outras áreas do conhecimento. Concluída esta dissertação, posso afirmar, sem dúvidas, que há aqui fragmentos das lições aprendidas em todas as salas de aula frequentadas nos últimos três anos. Nunca conseguirei retribuir diretamente a paciência e os ensinamentos dispensados, por isso, o mínimo que me cabe é deixar registrado nominalmente cada professor com quem tive a oportunidade de conviver em sala de aula.

Agradeço especialmente ao meu orientador, professor Fernando Facury Scaff pela orientação e dedicação, pelas ideias trocadas e os muitos cafés que fizeram parte desta jornada. Obrigada por ter acreditado e me escolhido como sua orientanda.

Aos professores desta faculdade, José Maurício Conti, Gilberto Bercovici, Luis Fernando Massonetto, Regis Fernandes de Oliveira, Ana Maria Nusdeo, Heleno Taveira Torres, Diogo Rosenthal Coutinho, Virgílio Afonso da Silva, Jean-Paul Rocha, Conrado Hübner Mendes e Floriano de Azevedo Marques Neto.

Muito obrigada também aos professores de outras áreas que abriram as portas de suas salas cientes de minhas limitações, especialmente aos professores Basilia Maria Baptista Aguirre e Alexandre Macchione Saes, da Faculdade de Economia (USP); à professora Marta Arretche, da Faculdade de Ciência Política (USP), à professora Hirdan Katarina de Medeiros Costa do Instituto de Energia e Meio Ambiente (USP).

Como não poderia deixar de ser, gostaria de agradecer também a todos aqueles que de forma direta ou indireta me ajudaram na concretização deste trabalho. Há sempre uma sensação que nos persegue, ao escrever agradecimentos, deixar de mencionar alguém a quem devemos menção. Se o fiz, me desculpo desde já.

Aos que nunca hesitaram em apoiar minha decisão de vir para São Paulo estudar, me encorajaram - quase diariamente -, a seguir minhas convicções e a acreditar que seria capaz de concluir esta etapa. Tenho uma sorte tremenda de ter as melhores pessoas ao meu lado.

À minha mãe, Mirtes, eu não seria capaz de desejar mais amor, dedicação e apoio do que recebo. Não conheço ninguém mais digna da minha admiração.

Ao meu pai, Claudio, a incondicional confiança que sempre depositou em mim, com o amor, a leveza, dedicação e generosidade tão características do *papai*, tornou essa trajetória sem dúvida mais leve e até possível.

Ao meu *paidrasto*, Flávio, por ter insistido dez anos atrás para que eu não seguisse o caminho mais fácil. Parte dos meus méritos são seus.

Agradeço também a minha gigante família “Machado e Silva-Morbach-Nassar”, aqui representada por Juliana, Lucas e Ana Carolina.

Por tornar São Paulo um lugar mais acolhedor, Lucas, Malu, Raphael, Ana Carolina, Marina, Daniela, Laís, João, Alexandre, Bruna, Ana Clara, Fernanda, Carolina, Bárbara e Maria Virginia. Essa cidade faz muito mais sentido com vocês por perto.

Por manter Belém do Pará minha referência de porto seguro, de *minha* casa, lugar aonde estão meus mais preciosos amigos, me dando a tranquilidade necessária para desbravar o mundo com a certeza de poder retornar, Izabela Sauma e Lia Freire, vocês representam essa segurança e todos os amigos que não posso citar.

Esse trabalho não teria sido possível sem o auxílio e a disposição de Alexandre Silveira, Luísa Weichert, Daniel Athias, Alexandre Ramôa e Lucas Morbach., cuja calma e boa vontade sempre serão lembrados.

“A estrada da vida é uma reta marcada de encruzilhadas. Caminhos certos e errados, encontros e desencontros do começo ao fim. Feliz aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina” (Cora Coralina, Exaltação de Aninha ‘O professor’)

E então...

“O tempo está maduro, é já o fim do futuro”
(Flávio Nassar, O armagedon na cidade do Pará)

E assim nos foi dado viver,
Nesse eterno recomeçar.

Resumo

Junto à expectativa de aumento de receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás após o descobrimento da camada pré-sal brasileira, surgiram importantes questionamentos sobre a melhor forma de administrar as receitas pública em prol do interesse público presente e também o das futuras gerações. Nesse contexto, o Poder Executivo encaminhou ao Congresso Nacional uma proposta de marco regulatório para a formulação e implementação das políticas públicas no setor energético. Como parte dessa nova política, foi criado o Fundo Social do petróleo, um Fundo Soberano de Riqueza com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de estímulo ao desenvolvimento. Nesse contexto, o presente trabalho se propõe a analisar Fundo Social brasileiro, a partir de algumas experiências de outros países proprietários de Fundos Soberanos de Riqueza: Noruega, Chile, Botswana, Alberta (Canadá) e Alaska (Estados Unidos da América). Observar-se-á nas experiências selecionadas os possíveis erros e acertos que possam contribuir como lição para melhor regulamentação do fundo brasileiro.

Palavras-chave: Direito Financeiro, recursos naturais não renováveis, Fundo Social e Fundo Soberano de Riquezas

Abstract

Alongside expectations of an increase in revenue from the exploration of oil and gas after the discovery of Brazil's pre-salt layer, important issues emerged on the best methods of administering public revenue in the benefit of current public interest and futures generations. In this context, the Executive Branch sent to the National Congress a proposal for a new regulatory framework for the formulation and implementation of public policies in the energy sector. As part of this policy a Social Fund of petroleum and a Sovereign Wealth Fund were created in order to create a source of resources for social and regional development, through programs and projects aimed at combating poverty and stimulating development. In light of this, this dissertation aims to analyze Brazil's Social Fund from experiences in other countries who also have Sovereign Wealth Funds: Norway, Chile, Botswana, Alberta (Canada) and Alaska (United States of America). It is possible to observe, through these selected experiences, possible hits and misses that may contribute as lessons to improve Brazil's fund regulation.

Key words: Public Finance Law, non-renewable natural resources, Social Fund and Sovereign Wealth Fund.

LISTA DE ABREVIATURAS

AHSTF	Alberta Heritage Savings Trust Fund
AIMCo	Alberta Investment Management Corporation
APF	Alaska Permanent Fund
APFC	Alaska Permanent Fund Corporation
BoB	Bank of Botswana
CDFS	Conselho Deliberativo do Fundo Social
CGFFS	Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social
CID	Canada Investment Division
CODELCO	Corporación Nacional de Cobre del Chile
CONCLA	Comissão Nacional de Classificação
CNP	Conselho Nacional de Petróleo
CPD	Capital Projects Divison
EID	Energy Investment Division
FEES	Fondo de Estabilización Económica y Social
FMI	Fundo Monetário Internacional
FPM	Fundo de Participação dos Municípios
FRP	Fondo de Reserva de Pensiones
FS	Fundo Social
FSR	Fundos Soberanos de Riqueza
GPFG	Government Pension Fund Global
GRF	General Revenue Fund
GTREL	Grupo Técnico de Padronização de Relatórios
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds

IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LOA	Lei Orçamentária Anual
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
NBIM	Norges Investment Bank Management
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
ONU	Organização das Nações Unidas
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PIB	Produto Interno Bruto
PF	Pula Fund
PPA	Plano Plurianual
PPSA	Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A.
RNNR	Recursos Naturais Não Renováveis
STN	Secretaria do Tesouro Nacional

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Número de Fundos Soberanos de Riqueza	41
Figura 2 Estrutura de Governança do GPFG	81
Figura 3 Tipos de Investimento - Fundos da Noruega (março de 2015)	82
Figura 4 AHF Valor de Mercado	110
Figura 5 APF - Receitas	122

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Reserva de Óleo Cru - Noruega	71
Gráfico 2 GPFG - Valor de Mercado (NOK billion)	74
Gráfico 3 APF - Uso do retorno do Fundo.....	124
Gráfico 4 APF - Alocação de Recursos (2009).....	125

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 BRASIL - Reserva Comprovada de Petróleo.....	145
Tabela 2 Receitas transferidas ao Fundo Social.....	147
Tabela 3 Percentual de repartição de royalties.....	150
Tabela 4 FSBR - Transferência de Receitas	153

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	16
1. O SURGIMENTO DE FUNDOS SOBERANOS E A EXPLORAÇÃO DOS RECURSOS NATURAIS NÃO RENOVÁVEIS	20
1.1. Os recursos naturais não renováveis e seus efeitos na economia	20
1.1.1. Recursos naturais: definição e importância.	20
1.1.2. Recursos naturais não renováveis	22
1.1.3. O paradoxo da abundância dos recursos naturais	25
1.1.4. O paradoxo dos recursos naturais é uma maldição?	35
1.2. Fundos Soberanos como mecanismo de proteção à Maldição dos Recursos Naturais	40
1.2.1. Origem e definição.....	40
1.2.2. O que são e qual a sua finalidade.....	48
1.2.3. Enquadramento e base jurídico-legal.....	52
1.2.4. Princípios de Santiago e as preocupações globais	54
2. FUNDOS SOBERANOS – EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS.....	64
2.1. Critérios de seleção	64
2.2. Government Pension Fund – Global (GPGF) da Noruega	68
2.2.1. Arcabouço legal	74
2.2.2. Fonte de financiamento e composição de receitas.....	76
2.2.3. Destinação dos recursos.....	79
2.2.4. Governança, transparência e controle	80
2.2.5. Política de Investimento dos ativos	82
2.3. Chile: Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)	83
2.3.1. Arcabouço Legal.....	86
2.3.2. Forma de financiamento	87

2.3.3.	Destinação dos recursos.....	89
2.3.4.	Governança, transparência e controle.....	90
2.3.5.	Política de Investimento.....	92
2.4.	Botswana: Pula Fund (PF)	93
2.4.1.	Arcabouço Legal.....	96
2.4.2.	Forma de Financiamento e regras de retiradas de recursos	97
2.4.3.	Governança, transparência e controle.....	100
2.4.4.	Política de Investimento.....	102
2.5.	Alberta Heritage Savings Trust Fund (AHSTF) – Alberta, Canadá ..	103
2.2.1.	Arcabouço Legal.....	105
2.2.2.	Fonte de financiamento e composição de receitas.....	106
2.2.3.	Destinação dos recursos.....	110
2.5.1.	Governança, transparência e controle.....	114
2.2.4.	Política de Investimento dos ativos	116
2.6.	Alaska: Alaska Permanent Fund (APF)	117
2.6.1.	Arcabouço Legal.....	119
2.6.2.	Fonte de financiamento e composição de receitas.....	120
2.6.3.	Destinação dos recursos.....	123
2.6.4.	Governança, transparência e controle.....	124
2.6.5.	Política de Investimento dos ativos	125
3.	OS FUNDOS FINANCEIROS NO BRASIL.....	127
3.1.1.	A trajetória jurídica relativa aos Fundos Públicos brasileiros	127
3.1.2.	Origem e Definição dos Fundos no ordenamento jurídico brasileiro	129
3.1.3.	Natureza e personalidade jurídica.....	134
3.1.4.	Fundos em Espécie	136
3.2.	Fundo Social	139
3.2.1.	Estado e petróleo no Brasil	139
3.2.2.	Arcabouço Legal.....	147
3.2.3.	Fonte de Financiamento e composição de receita	149
3.2.4.	Destinação dos recursos.....	151

3.2.5. Governança, transparência e controle	154
3.2.6. Fundo Social em perspectiva comparativa	156

CONCLUSÕES.....	161
------------------------	------------

BIBLIOGRAFIA	165
---------------------------	------------

INTRODUÇÃO

Com a descoberta de grandes reservas de petróleo e gás natural na camada pré-sal em 2007,¹ acentuou-se a expectativa por uma tendência de aumento de produção e exportação dessas *commodities* no Brasil. Conseqüentemente, importantes questionamentos ressurgiram acerca dos impactos econômicos que a produção causaria (e ainda causará); bem como acerca dos rumos das políticas econômicas, financeiras e sociais a serem adotadas.

Entre as questões importantes a serem respondidas, Giovani Loss aponta algumas: (1) serão privilegiados problemas sociais e econômicos de curto prazo ou de longo prazo?; (2) quais serão os melhores instrumentos para proteger o país contra flutuações de preços e da futura escassez desses recursos?; (3) como garantir que as rendas governamentais decorrentes da exploração dessas reservas serão utilizadas em prol do interesse público e não de interesses privados?². Ademais, Sérgio Gobetti³ questiona (4) o que faremos com os recursos?; (5) quando e como vamos gastar?; (6) como evitaremos os percalços sofridos por outros países?; e como garantir que os recursos decorrentes da exploração no presente alcancem as gerações futuras?

Diante da possibilidade de mudança de *status* do Brasil para figurar como uma das maiores reservas de petróleo e gás do mundo, o Poder Executivo viu-se obrigado a levar ao Poder Legislativo a discussão dos rumos do petróleo e tentar definir uma nova forma de alocar os recursos dele decorrentes. Era necessário discutir quais objetivos e metas deveriam ser alcançadas, traçando políticas públicas e planejamentos econômicos, que levem em consideração os benefícios e malefícios da atividade extrativa, observando outros países produtores e casos de ocorrência do fenômeno da *Maldição dos Recursos*.

¹ LUNA, Denise e KHALIP, Andrei. Petrobras descobre reserva gigante de petróleo; ações disparam. REUTERS. 08 nov. 2007. Disponível em: <http://noticias.uol.com.br/ultnot/reuters/2007/11/08/ult27u63482.jhtm>

² LOSS, Giovani R. Dutch Disease e os Fundos Soberanos de Petróleo e Gás. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Direito do Petróleo e de outras fontes de Energia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 117

³ GOBETTI, Sérgio Wulff. Política e Pré-Sal: como gerir as rendas do petróleo e sustentar o equilíbrio macrofiscal no Brasil. XIV Prêmio Tesouro Nacional 2009, outubro/2009. p. 5.

Nesse contexto, o Poder Executivo encaminhou ao Congresso Nacional uma proposta de marco regulatório, formado por quatro projetos de lei, os quais deram origem às Leis nºs 12.276/2010⁴, 12.304/2010⁵ e 12.351/2010⁶. A proposta trouxe três principais inovações para a formulação e implementação das políticas públicas no setor energético: (i) Estabelecia novo regramento para a exploração do petróleo na área do pré-sal - o regime de partilha de produção; (ii) foi criada nova empresa pública chamada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA), responsável pela gestão dos contratos de partilha de produção e comercialização de petróleo e gás na área do pré-sal, e, ainda, (iii) foi instituído o Fundo Social, de natureza contábil e financeira, diretamente vinculado à Presidência da República.

No que tange ao item (iii), objeto do presente trabalho, destaca-se que o Fundo Social, em linhas gerais, foi criado com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de estímulo ao desenvolvimento⁷, além de constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União e, por fim, visando também mitigar as flutuações de renda e de preços na economia nacional, decorrentes das variações na renda geradas pelas atividades de produção e exploração de petróleo e de outros recursos não renováveis.

Os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR)⁸, dentre os quais se insere o Fundo Social do petróleo e gás, são instrumentos financeiros comumente utilizados na implementação de

⁴ Autoriza a União a ceder onerosamente à Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição Federal, e dá outras providências.

⁵ Autoriza o Poder Executivo a criar a empresa pública denominada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA) e dá outras providências.

⁶ Dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, sob o regime de partilha de produção, em áreas do pré-sal e em áreas estratégicas; cria o Fundo Social - FS e dispõe sobre sua estrutura e fontes de recursos; altera dispositivos da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997; e dá outras providências.

⁷ Caput do Art. 47 da Lei nº 12.351/2010.

⁸ Fundos Soberanos também podem ser referidos na literatura como Fundos Soberanos de Riqueza e Fundos Soberanos de Investimentos.

política de gestão de recursos oriundos da exploração de recursos naturais. Esses instrumentos têm a finalidade de sanar os problemas criados pelo grande volume de recursos injetados na economia, evitar os efeitos nefastos da *Maldição dos Recursos*, custear o desenvolvimento socioeconômico da geração presente e reservar recursos para as gerações futuras. Naturalmente, a implementação desses instrumentos no Brasil deve considerar as complexidades socioeconômicas existentes, tendo em vista que a maioria dos países proprietários de fundos soberanos possuem realidades muito distintas.

Um dos desafios centrais do legislador ao criar o Fundo Social deve ser projetar um arcabouço jurídico capaz de resguardar os objetivos do fundo contra mudanças discricionárias promovidas pelo Poder Legislativo – vez que valores não devem ser utilizados para socorrer eventuais problemas financeiros, como cobrir déficits orçamentários – e, ao mesmo tempo, garantir margem de manobra na tomada de decisões que necessitem de respostas rápidas.

É a análise do Fundo Social brasileiro o objetivo central desta dissertação, a partir da experiência de outros países proprietários de Fundos de recursos naturais não renováveis. Observar-se-á em algumas experiências selecionadas os possíveis erros e acertos que possam contribuir como lição para melhor regulamentação do fundo brasileiro.

A estrutura que se propõe para o desenvolvimento do trabalho é composta por esta introdução, seguida de três capítulos e conclusão.

O primeiro capítulo pode ser dividido em duas partes. A primeira tem como objetivo descrever os aspectos econômicos relacionados à riqueza de recursos naturais não renováveis, com foco direcionado à exploração de petróleo, gás e minérios, seus efeitos econômicos positivos e negativos. Considerando que é comumente aceito que as potências ricas em recursos naturais tendem a falhar no quesito crescimento e desenvolvimento de suas economias – principalmente as menos desenvolvidas -, em razão dos vários efeitos adversos da abundância de recursos – tais como a *Maldição dos Recursos*, a *Doença Holandesa* e o efeito carona –, o seu arcabouço teórico será referenciado, para situar a criação dos Fundos Soberanos de Riqueza em um contexto mais amplo e crítico.

A segunda parte do primeiro capítulo tem como ponto central os Fundos Soberanos, desde sua origem, passando pela busca de uma definição, os arcabouços jurídicos mais

comuns, a classificação internacional proposta pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), até as preocupações por trás da expansão desses instrumentos ao redor do mundo.

No capítulo dois são apresentados cinco fundos decorrentes da exploração de recursos naturais não renováveis escolhidos, contemplando os seguintes aspectos: origem e contexto de sua criação, objetivo, arcabouço legal, suas fontes de financiamento (receitas que compõem o fundo), a destinação dos recursos, governança e transparência, e política de investimento. A análise não se pretende meramente descritiva. Demonstrar-se-á sua pertinência em relação à conjuntura política e econômica em que se situa, apontando suas peculiaridades e razões de ser. O objetivo do capítulo é apresentar da forma clara os aspectos comuns e em que ponto divergem as experiências de utilização dos fundos em suas diversas finalidades.

No último capítulo é apresentada a estrutura jurídica brasileira relativa aos fundos financeiros, seus diferentes arranjos institucionais, e de que forma o Fundo Social se insere no ordenamento jurídico financeiro do país. Na sequência, será apresentada a atual estrutura de funcionamento, vinculando-a com as informações apresentadas nos capítulos anteriores, de maneira a identificar os seus aspectos positivos e negativos, para propor contribuições à ainda recente experiência nacional.

Os principais debates conduzidos durante os demais capítulos serão analisados, ressaltando as razões que neles predominaram. E então será apresentada a análise crítica do Fundo Social brasileiro em face dos demais fundos analisados, sugerindo os aspectos a serem observados, aperfeiçoados ou corrigidos, sobre a estrutura jurídica e institucional em razão da experiência internacional.

Por fim, são apresentadas as conclusões.

1. O SURGIMENTO DE FUNDOS SOBERANOS E A EXPLORAÇÃO DOS RECURSOS NATURAIS NÃO RENOVÁVEIS

1.1. Os recursos naturais não renováveis e seus efeitos na economia

O cerne das motivações para a criação dos Fundos Soberanos de Recursos refere-se aos efeitos indesejados da exploração de recursos naturais não renováveis, principalmente suas consequências econômicas e políticas. Assim, para melhor compreender as origens e razões da criação desses fundos, é fundamental conhecer tais efeitos.

No decorrer deste item, pretende-se apresentar o referencial teórico que conduzirá e auxiliará as análises jurídico-institucionais dos Fundos Soberanos de Riqueza apresentadas neste trabalho.

1.1.1. Recursos naturais: definição e importância.

De forma geral, os recursos naturais podem ser definidos como qualquer elemento da natureza passível de exploração pelo homem. Na perspectiva econômica⁹, são fatores produtivos não humanos, provenientes da natureza, que, uma vez beneficiados, são utilizados como insumos fundamentais à produção de inúmeros bens e serviços.

O geógrafo Luis Antonio Venturi¹⁰ propôs a construção de um conceito que transcenda a noção puramente econômica ou natural de tais recursos, de modo a alcançar uma perspectiva mais geográfica e universal, a partir da relação homem-natureza, como se nota no excerto abaixo:

Recurso natural pode ser definido como qualquer elemento ou aspecto da natureza que esteja em demanda, seja passível de uso ou esteja sendo usado direta ou indiretamente pelo Homem como forma de satisfação de suas necessidades físicas e culturais, em determinado tempo e espaço. Os recursos naturais são componentes da paisagem geográfica, materiais ou não, que ainda não sofreram importantes

⁹ PERMAN, Roger; MA, Yue; MCGILVRAY, James. *Natural resource and environmental economics*. New York (London): Longman, 1996, p. 1.

¹⁰ VENTURI, Luis Antonio Bittar. Recurso Natural: A construção de um conceito. *GEOUSP - Espaço e Tempo*. São Paulo, n.º 20, p. 09 - 17, 2006. p. 15.

transformações pelo trabalho humano e cuja própria gênese independe do Homem, mas aos quais foram atribuídos, historicamente, valores econômicos, sociais e culturais. Portanto, só podem ser compreendidos a partir da relação Homem-Natureza. Se, por um lado, os recursos naturais ocorrem e distribuem-se no estrato geográfico segundo uma combinação de processos naturais, por outro, sua apropriação ocorre segundo valores sociais. Dessa interação sociedade-natureza decorrem determinadas formas de organização social sobre o território, influenciadas, tanto pelos processos naturais que determinam a ocorrência (ou a não ocorrência) e a distribuição territorial dos recursos, como pelos valores sociais vigentes no contexto da apropriação, sendo que quanto mais valorizado é um recurso, maior sua mobilidade sobre o território.

Esta definição sintetiza um conceito em permanente construção. Para Venturi, o conteúdo daquilo que se entende por *recurso natural* transforma-se no decorrer da história e depende tanto da evolução do meio ambiente quanto da evolução das possibilidades técnicas, da natureza, das necessidades sociais e das condições econômicas do momento.¹¹ O momento histórico é, portanto, definidor.

A apropriação e uso dos recursos naturais também pode depender de questões geopolíticas, especialmente, quando se caracterizam como estratégias de poder que envolverão disputas entre nações. Venturi conclui sua definição indicando de forma precisa que "se, por um lado, as dinâmicas naturais explicam a riqueza de recursos naturais que algumas nações apresentam, as dinâmicas sociais podem explicar a não correspondência direta entre disponibilidade de recursos naturais e bem-estar e desenvolvimento humano".

Os recursos naturais podem ser agrupados de diferentes formas, em várias categorias ou divididos em várias espécies, como recursos renováveis, não renováveis, esgotáveis, reproduzíveis, entre outros desdobramentos. Podem ser classificados por tipologia – minerais, agrícolas, pecuários ou florestais; por seus usos ou aplicações, como é o caso dos combustíveis fósseis, que, uma vez processados na forma de petróleo e gás, tornam-se fonte de energia, e os minerais não energéticos; e definidos por tipo de produto, *commodities* e não *commodities*.

Para os fins deste trabalho será útil distinguir os recursos naturais renováveis e não renováveis.

¹¹ GODARD, Olivier. *A gestão integrada dos recursos naturais e do meio ambiente: conceitos, instituições e desafios de legitimação*. Gestão de recursos naturais renováveis e desenvolvimento: novos desafios para a pesquisa ambiental. São Paulo: Cortez, v. 500, p. 207, 1997.

1.1.2. Recursos naturais não renováveis

A classificação renovável ou não renovável refere-se ao ciclo natural de formação ou produção do recurso pela natureza, em um intervalo temporal¹². Essa definição está intimamente ligada à ideia de finitude, exaustão, esgotamento, ou à possibilidade de reprodução pelo homem. Nesse sentido, consideram-se recursos naturais renováveis aqueles cujas características físico-químicas permitem fluxos contínuos de produção, respeitados os ciclos naturais de sua renovação. Por exemplo, recursos vegetais como *commodities* agrícolas (algodão, soja, milho, etc) são produzidos em safras; salvo exceções, poderão ser sempre produzidos.

Por outro lado, os recursos naturais não renováveis são aqueles que não se renovam na natureza dentro da escala humana de tempo e que dependem de condições propícias ao longo de milhares de anos. Seu ciclo de formação é infinitamente mais lento que o da exploração, portanto suas reservas são limitadas e restritas a um único ciclo produtivo que se completa com o esgotamento inevitável desse recurso¹³.

Não há possibilidade de sua reprodução ou multiplicação pelo homem, não há como estimular a natureza a produzi-los. Se esgotados, novas explorações só serão possíveis caso outras reservas naturais sejam identificadas. Os principais exemplos conhecidos são os minérios, hidrocarbonetos (petróleo e gás) e as florestas.

Para fins de recorte metodológico, serão deliberadamente excluídos do grupo de recursos naturais não renováveis analisados neste trabalho, os recursos que não sejam considerados *commodities*¹⁴. Registre-se que, especificamente, no caso do petróleo há uma característica a ele atribuída, a saber, seu caráter estratégico. Gilberto Bercovici destaca que

¹² SILVA, Maria Amélia Rodrigues da. *Economia dos recursos naturais*. Economia do meio ambiente: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 33-60, 2003, p. 34.

¹³ Algumas ressalvas devem ser feitas, pois, no limite, existe a possibilidade de exaustão de recursos vegetais e animais se extinta uma espécie, todavia trata-se de situação excepcional, e não será conderada para os fins de classificação.

¹⁴ Existe grande preocupação acerca de recursos como a água, solo e florestas, alguns inclusive entendem que são recursos potencialmente renováveis, ou seja, a interferência do ser humano pode causar o fim desses recursos e a sua não renovação, outros entendem que devem ser considerados não renováveis. Tendo em vista que as características particulares desses recursos e que sua exploração econômica, em regra não tem o mesmo perfil e efeitos econômicos da exportação das *commodities*, optou-se por não analisá-los.

o volume comercializado, sua importância nas economias modernas, e o fato de sua produção se dar majoritariamente em países politicamente instáveis faz do petróleo uma *strategic commodity*. Assim, os mecanismos convencionais do mercado não são suficientes para explicar a dinâmica do seu mercado, fortemente influenciados por fatores políticos e militares.¹⁵

É importante destacar que a previsão de exaustão dos recursos naturais não renováveis é estimada, tendo em vista que o esgotamento e/ou a descoberta de outras podem ocorrer por razões diversas e muitas vezes incontroláveis (externalidades), fazendo com que as estimativas de reservas exploráveis sofram alterações ao longo do tempo¹⁶. Um dos fatores que mais influencia a classificação de reservas comprovadas é o desenvolvimento de tecnologias apropriadas à exploração, que se refletem sensivelmente nos custos de produção e logística. Não podemos deixar de mencionar as limitações ambientais, socioculturais e políticas observadas no entorno das jazidas¹⁷.

O gás não convencional¹⁸ é um exemplo clássico de aumento de reservas conhecidas e exploráveis em consequência do desenvolvimento tecnológico, que tornou economicamente viável sua extração.

Quanto à utilidade, podemos dividi-los em dois grupos: (i) matéria-prima e (ii) fonte de energia. O petróleo é a principal fonte conhecida de combustível fóssil, matéria-prima essencial da economia mundial desde o século XVIII e fundadora da civilização moderna. Por seu alto valor econômico e por sua, ainda, centralidade nos processos produtivos, exige

¹⁵ BERCOVICI, Gilberto. *Op. cit.*, p. 50

¹⁶ De acordo com dados da Organização dos Países exportadores de Petróleo (OPEP), a reserva comprovada de óleo dos seus membros soma aproximadamente 1.213 bilhões de barris de petróleo, que representa 80% das reservas do mundo. Informação disponível em: http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm Último acesso em: 30 nov. 2016.

¹⁷ Exemplos de esgotamento de recursos e encerramento de ciclo de exploração são o fechamento ou decomissionamento da mina de bauxita no platô Saracá, na Floresta Nacional de Saracá-Taquera, no oeste do Estado do Pará, e a exaustão de certos platôs de minério de ferro na Floresta Nacional de Carajás.

¹⁸ O gás não convencional ou shale gas, é vulgarmente conhecido como xisto. Suas reservas alcançam aproximadamente 187,51 trilhões de metros cúbicos. A título de comparação, estima-se que os depósitos de xisto betuminoso no mundo equivaleriam a um volume entre 2,8 trilhões e 3,3 trilhões de barris de óleo recuperável, enquanto as reservas provadas da Arábia Saudita, o maior produtor mundial, eram de 265,4 bilhões de barris em 2011.

atenção redobrada dos governos sobre sua exploração. José Lopes Velho¹⁹ descreve como o petróleo está presente no cotidiano da civilização:

Da carbodependência passámos para a petrodependência, mas enquanto no carvão, a influência era apenas energética, com o petróleo passou a incluir também outras áreas, a dos alimentos, a do vestuário, a dos materiais, a da saúde e cosmética, a da limpeza. O petróleo não é apenas um recurso energético, actualmente cerca de 65% do seu consumo a nível mundial é destinado para carburante (transporte) e o restante vai para aquelas aplicações que acabámos de identificar.

Pelas mesmas razões que escapam ao controle humano a formação ou produção dos recursos naturais não renováveis, não é possível qualquer ingerência sobre o lugar onde esses recursos se formam e são armazenados pela natureza. Portanto, para se tornar proprietário desses recursos é necessário antes de tudo identificar as reservas. Tal característica é definida como rigidez locacional.

De acordo com Claudio Scliar²⁰, a localização exclusiva e privilegiada de recursos naturais em alguns locais da crosta terrestre, através da conjugação de fatores físicos, químicos e geológicos que permitiram o acúmulo de recursos ao longo de centenas de anos, em tal quantidade e teor que podem ser economicamente extraídos, é chamada de rigidez locacional.

A combinação das utilidades dos minérios (matéria-prima) e hidrocarbonetos (combustível fóssil e matéria-prima) com a sua limitação de disponibilidade e rigidez locacional, são fatores que contribuem à sua valorização econômica e estratégica. Nesse sentido, Flávio Rubinstein²¹ sustenta que a importância estratégica desses recursos no

¹⁹ VELHO, José Lopes. *Petróleo: Dádiva e maldição: 150 anos de história*. Lisboa: bnomics, 2010. p. 283.

²⁰ SCLIAR, Claudio. *Geopolítica das minas do Brasil - a importância da mineração para a sociedade*. Rio de Janeiro: Revan, 1996. p. 35.

²¹ “A disponibilidade limitada dos recursos naturais não renováveis, aliada ao seu alto valor econômico e estratégico, tornam o papel dos governos fundamental no âmbito da exploração de tais recursos. Essa função do Estado é exercida de forma abrangente, por meio da regulação deste setor, da estruturação e aplicação de sistemas fiscais e, em muitos casos, da intensa participação governamental direta na própria atividade de exploração, especialmente no caso do petróleo”. RUBINSTEIN, Flávio. *Receitas públicas de recursos naturais no direito financeiro brasileiro*. 2012. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, p. 19-20

cenário político e econômico mundial torna o papel dos governos fundamental no âmbito da exploração de tais recursos.

1.1.3. *O paradoxo da abundância dos recursos naturais*

O termo *abundância de recursos*, segundo Sachs e Warner, refere-se à combinação de três fatores: (i) grandes reservas de um mesmo recurso em comparação a outros lugares, (ii) capacidade produtiva maior que as necessidades do país proprietário e (iii) alta proporção entre receitas de exportação dos recursos e PIB²². Estima-se que grande parte das reservas de petróleo, gás e minerais do mundo esteja concentrada nos países em desenvolvimento,²³ que acabam por se especializar na sua exploração econômica, razão pela qual são comumente definidos como *países com abundância de recursos naturais*.

É intuitivo pensar que a abundância de recursos naturais não renováveis, considerando seu valor econômico e estratégico, represente uma oportunidade para acelerar o crescimento e desenvolvimento econômico do país que os detém. Tal vantagem parece ainda mais relevante para aqueles [países] considerados emergentes – que, se por um lado já superaram boa parte das dificuldades básicas inerentes às economias mais pobres, por outro não atingiram a capacidade econômica dos países desenvolvidos e assim apresentam níveis sociais e de distribuição de renda limitados, com elevada pobreza e escassez de recursos.

Dessa forma, para todas as nações, mas especialmente para aquelas em processo de desenvolvimento, as receitas decorrentes da exploração econômica dos recursos naturais não renováveis pode ser uma das fontes de financiamento do desenvolvimento econômico²⁴. É

²² SACHS, Jeffrey D.; WARNER, Andrew M. Economic convergence and economic policies. *National Bureau of Economic Research*, No. w5039, 1995.

²³ INTERNATIONAL MONETARY FUND. A Multi-Donor Trust Fund for IMF. *Capacity Building Technical Assistance in Managing Natural Resource Wealth Program Document*. Revised. Nov. 2010, p. 01. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/otm/2010/110110.pdf> Último acesso em: 05 jan. 2016.

²⁴ "Pode-se argumentar que a utilização intensiva de recursos esgotáveis é economicamente condenável sempre que sirva principalmente para financiar gastos correntes. Um país ou região que não realiza inversões pelo menos no montante do valor das reservas esgotáveis utilizadas estará consumindo seu próprio capital. Mutatis mutandis, se o fruto da exploração das reservas esgotáveis é utilizado na constituição de outro ativo de valor econômico igual ou maior, a política de utilização intensiva de reservas

prudente ressaltar que o conceito de país em desenvolvimento não possui uma definição fechada e única. Organizações internacionais optam por considerar a designação de países “desenvolvidos”, “subdesenvolvidos” e “emergentes” de acordo com a conveniência estatística, sem qualquer convenção estabelecida para tal designação²⁵. Cada organização utiliza critérios diferentes para atender seus fins de classificação, ou seja, há uma variedade de métodos para esse tipo de classificação. Os mais utilizados são os desenvolvidos pela Organização das Nações Unidas (ONU), Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional (FMI).

A ONU classifica países de acordo com o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), valor auferido a partir da avaliação de três condições socioeconômicas: renda *per capita*, expectativa de vida e níveis de alfabetização. Os países são, então, agrupados em quatro categorias de desenvolvimento humano: muito alto, alto, médio e baixo. No Relatório de Desenvolvimento Humano de 2010, foram considerados desenvolvidos os países que compunham o primeiro um quarto no ranking de IDH, e os outros três quartos foram considerados “em desenvolvimento”. O relatório não apresentou explicação para a escolha metodológica.

O Banco Mundial, por sua vez, classifica os países de acordo com sua elegibilidade para obter financiamento. Para tanto, é utilizado o Rendimento Nacional Bruto *per capita*. Em 1978, o Banco passou a classificar os países em três categorias: (i) em desenvolvimento, (ii) industrializados e (iii) países exportadores de petróleo com capital superavitário. Em 1989, foi criada mais uma categoria: a de países com alto rendimento, que combinavam os antigos países industrializados aos exportadores de petróleo com capital superavitário.

Por fim, desde 1964 o FMI ajustou suas classificações com base em critérios essencialmente econômicos e financeiros. Desde 1993, a classificação se resume a duas categorias: (i) países de economia avançada (previamente considerados como industrializados), (ii) países em desenvolvimento. De 1993 a 2004, foi utilizada uma

poderá estar economicamente justificada". FURTADO, Celso. Desenvolvimento e subdesenvolvimento cit., p. 94-95, nota de rodapé n. 07.

²⁵ *United Nations Statistics Division. Standard Country or Area Codes for Statistical Use*. Disponível em: <http://unstats.un.org/unsd/methods/m49/m49.htm> último acesso em: 05 dez. 2016.

categoria intermediária, a de países em transição (em sua grande maioria, aqueles que passaram por economia planificada centralizada durante a Guerra Fria). Contudo, os critérios nunca foram detalhadamente esclarecidos²⁶.

Embora exista expectativa de desenvolvimento dos países com abundância de recursos naturais não renováveis, os resultados econômicos e sociais observados nos países em desenvolvimento com abundância de um ou mais recursos naturais não renováveis foram diferentes do esperado. Na realidade, observou-se que suas economias cresceram mais devagar (ou até negativamente) se comparadas às de outros países semelhantes econômica e socialmente, mas que não são ricos em minérios e/ou hidrocarbonetos. Vale mencionar, por exemplo, que as nações que compõem a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tiveram redução do PIB entre 1975 e 1997²⁷.

Boa parte das economias em desenvolvimento com grandes operações de lavra instaladas e em plena operação apresentaram desacertos macroeconômicos e baixo desenvolvimento social, instabilidades causadas justamente pelo *boom* das receitas decorrentes da exploração dos recursos naturais não renováveis nas economias domésticas.

Daí surge a questão: como pode a dádiva de uma dotação de recursos se transformar em uma maldição, onde sua presença causa prejuízos?

Da mesma forma que não há uma teoria única e universalmente aceita para explicar o crescimento econômico dos países, não há uma explicação objetiva para a ocorrência deste fenômeno. *A priori*, a questão se apresenta de forma contraintuitiva, um aparente contrassenso.

Paradoxal, tal fenômeno foi chamado por Richard Auty²⁸ de *Maldição dos Recursos Naturais*, após observar empiricamente que países com pouco petróleo cresceram quatro

²⁶ NIELSEN, Lyng. *Classifications of Countries based on their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done*. IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department. 2011. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/bc7f/5b086b8db9adaa3f51645896fda5d1e46659.pdf> Último acesso em: 01 dez. 2016.

²⁷ KARL, Terry Lynn. *The paradox of plenty: Oil booms and petro-states*. University of California Press, 1997.

²⁸ AUTY, Richard M. *Sustaining development in mineral economies: the resource curse thesis*. New York: Routledge, 1993. p. 1-2

vezes mais rapidamente do que os países ricos em petróleo no período de 1970-1993²⁹. A *Maldição dos Recursos* se tornou expressão comum a referir o conjunto de efeitos negativos que têm origem na abundância desses recursos. Nada obstante, não é um fenômeno que descreve uma situação hermética, com características bem definidas. Ao contrário, pode se apresentar de formas muito diferentes, a depender das características dos países proprietários, principalmente quanto ao nível de desenvolvimento econômico e social, sistema político, maturidade das instituições, entre outros fatores.

A *Maldição dos Recursos* é, portanto, um fenômeno que envolve uma gama de circunstâncias ou decorrências negativas, algumas delas mais comumente observadas do que outras: *Doença Holandesa*, fraqueza institucional, corrupção, aumento da desigualdade, baixa diversificação produtiva e econômica, aumento de conflitos, políticas econômicas fracas, endividamento excessivo, entre outras³⁰. Vale registrar que nem sempre é possível definir se tais circunstâncias são causa ou efeito da *Maldição dos Recursos*, o que será melhor explorado adiante.

1.1.3.1. *Doença Holandesa* e diminuição da produtividade

Um dos efeitos que poderão advir da exploração maciça e/ou priorização da exportação de recursos minerais, o excesso de dinheiro circulante no mercado, segundo Gilberto Bercovici³¹, “pode causar uma variação cambial que iniba as exportações e estimule

²⁹ *Idem*. Natural resource endowment, the state and development strategy. *Journal of International Development*, v. 9, n. 4, p. 651-663, 1997.

³⁰ “Various reasons have been put forward for failures to effectively transform natural resources to growth: (1) the Dutch disease, (2) insufficient economic diversification, (3) rent seeking and conflicts, (4) corruption and undermined political institutions, (5) overconfidence and loose economic policies, and (6) debt overhang”. IIMI, Atsushi *Escaping From The Resource Curse*. IMF Staff Papers, n. 54, 2007, p. 663–699.

³¹ Gilberto Bercovici, diz: “O problema econômico das rendas provenientes da mineração e da indústria petrolífera diz respeito à capacidade de absorção destas rendas. Essas rendas podem ser facilmente dispersadas, quando deveriam ser utilizadas de modo que criassem ativos duráveis, para assegurar a sua continuidade. Os efeitos do desenvolvimento de um setor importante de mineração, petróleo ou gás podem ser positivos na balança comercial, permitindo uma mais rápida expansão da produção e do consumo do que seria normalmente possível, além de flexibilidade para um planejamento energético de longo prazo e vantagens competitivas em indústrias de alta intensidade energética. As vantagens, no entanto, são contrapostas a uma série de riscos, como a possibilidade de gerar inflação, causar uma variação cambial que iniba as exportações e estimule as importações, o desperdício de energia em virtude de seus baixos custos, a dependência tecnológica e a falta de competitividade industrial. A autonomia do setor petrolífero

as importações, o desperdício de energia em virtude de seus baixos custos, a dependência tecnológica e a falta de competitividade industrial”. Trata-se, portanto, de uma reação em cadeia que ultrapassa relações causais simples.

Um exemplo clássico do ciclo acima descrito ocorreu na Holanda, no período da descoberta de grandes depósitos de gás natural, por volta de 1960. Na ocasião, o país optou por focalizar sua atividade econômica na exploração e exportação do gás natural (i.e., especialização), o que implicou na valorização desequilibrada da taxa de câmbio, prejudicando a produção industrial interna com a acentuação das importações. Consequentemente, a renda nacional foi reduzida, desencadeando uma crise econômica no país.

O fenômeno deu origem à expressão *Doença Holandesa*³² (tradução de *Dutch Disease*), considerada uma das manifestações da *Maldição dos Recursos Naturais*. Larsen esclarece a diferença entre os dois fenômenos:

O que é a maldição e o que é a doença? Embora ambas presumivelmente surjam da riqueza de recursos, elas assumem diferentes formas. A *Maldição dos Recursos* pode ser pensada como o fenômeno em que países ricos em recursos naturais tendem a crescer mais lentamente - usando produto agregado per capita como medida - do que países semelhantes que não são ricos em recursos naturais. A doença holandesa, por outro lado, é um termo que a maioria dos estudiosos usam para o fenômeno em que as exportações de recursos levam a uma rápida contração do setor de bens comercializáveis. (...). Muitos autores (...) apontam para o rent-seeking e a corrupção como elementos centrais entre as causas da maldição. A

em relação ao restante do sistema econômico gera, inclusive, o que Claudia Schmid denominou de “despotismo do petróleo”. Para que um país industrializado possa se beneficiar do potencial das novas descobertas minerais ou energéticas, é necessário um cuidadoso balanceamento de políticas”. BERCOVICI, Gilberto. *Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais*. São Paulo: Quarties Latin, 2011.

³² Menos conhecido, fenômeno semelhante ocorreu também na Holanda, por volta do século 17, quando a tulipa (uma flor exótica originária do Oriente) se transformou em objeto de desejo e status social entre os cidadãos de Amsterdã, então uma das cidades mais ricas da Europa. A demanda por tulipas, de tipos cada vez mais variados e com espécimes raros desejados ardentemente, fez os preços dos bulbos da flor oscilarem rapidamente. Fazia-se de tudo para comprar tulipas, formando-se um mercado futuro, que consistia basicamente na compra de um título do produtor para entrega na época da produção. Esse papel podia ser comprado ou vendido, gerando lucros ou perdas. A especulação criou uma bolha econômica que estourou em 1637, causando perdas a milhares de investidores e o prejuízo aos verdadeiros produtores da flor. O contexto econômico inclusive inspirou um dos romances mais famosos do autor Alexandre Dumas, intitulado *A Tulipa Negra*.

doença holandesa, por outro lado, vai junto com outros mecanismos e considera-se que é causada por algo mais.³³

Bresser-Pereira define *Doença Holandesa* como “a sobre-apreciação crônica da taxa de câmbio causada pela abundância de recursos naturais e humanos baratos, compatíveis com uma taxa de câmbio inferior àquela que viabilizaria as demais indústrias de bem comercializáveis”³⁴. Segundo o autor, o câmbio torna-se um obstáculo aos investimentos, mesmo quando empresas dominam a respectiva tecnologia, por uma insuficiência crônica de oportunidade de investimentos lucrativos nos setores produtores de bens comercializáveis.

É importante registrar que a *Doença Holandesa* não é um fenômeno exclusivamente relacionado aos efeitos da exploração econômica dos recursos naturais não renováveis, mas pode também referir-se a outros recursos naturais (i.e., soja, café etc.)³⁵ O fenômeno é essencialmente cambial, em que a exploração dos recursos naturais, com especial relevo para as rendas extraordinárias daí decorrentes, promove uma valorização da moeda do país onde se dá a atividade.³⁶

³³ No original: What are the curse and the disease? While both presumably arise from resource riches, they take on different forms. The Resource Curse can be thought of as the phenomenon that resource-rich countries tend to grow slower -- using aggregate output per capita as measure -- than similar, not resource rich, countries do. The Dutch Disease, on the other hand, is a term most scholars use for the phenomenon that resource exports leads to a rapid contraction of the non-resource traded goods sector. (...) Many authors (...) point toward rent seeking and corruption as core elements of what causes the curse. The Dutch Disease, on the other hand, goes together. Dessa forma, a *Maldição dos Recursos* inviabiliza o setor manufatureiro em razão do aumento de custos de insumos, não pela sobrevalorização cambial, característica inerente a outro fenômeno, chamado *Doença Holandesa* ou *Dutch Disease*³³. Em razão disso, observou-se que países ricos em recursos naturais, sofreriam de menor nível de inovação, menor atividade empresarial, os governos tornar-se-iam mais ineficientes e promoveriam menor crescimento. LARSEN, Erling Røed. *Escaping the resource curse and the Dutch Disease?: when and why Norway caught up with and forged ahead of its neighbors*. 2004, p. 4-5.

³⁴ BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Doença Holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana*. Revista de Economia Política, 28, 2007, p. 47-48.

³⁵ *Idem*.

³⁶ VAN DER PLOEG, Frederick: “there are a variety of reasons why a natural resource boom may be associated with depreciation rather than appreciation of the real exchange rate”. *Challenges and opportunities for resource rich economies.*, p. 19

A *Doença Holandesa* pode, ou não, ocorrer num quadro geral de *Maldição dos Recursos*. Cristina Reis³⁷ explica que o processo de conversão de abundância desses recursos em redução de taxas de desenvolvimento econômico é sempre precedido de uma explosão de receitas obtidas com a exportação dos recursos naturais. O excesso de dinheiro circulando aumenta de tal modo a demanda por bens não comercializáveis (bens produzidos no país e voltados para o mercado interno, incluindo-se aí os serviços) que acaba por produzir como efeito colateral a elevação dos preços, que se espalha por toda a cadeia produtiva, chega aos custos dos insumos dos bens não comercializáveis e aos salários.

Ao se espalhar pela cadeia produtiva, a elevação de preços atinge os bens comercializáveis (aqueles bens que se podem exportar e importar, isto é, cujos preços sofrem influência tanto pela conjuntura interna quanto externa, a exemplo das *commodities*) cujo insumo principal será algum tipo de bem não comercializável, isto é, serviços em geral, restritos à economia local. Um efeito em cascata passa então a ocorrer.

O efeito acima descrito pode ser visualizado na seguinte situação: com o *boom* de recursos entrando na economia em consequência da exportação de petróleo, a demanda de consumo interno por bens e serviços aumenta, por consequência aumenta também o preço desses bens, que, por sua vez, impactam os custos de produção de outros bens. O produtor de bens comercializáveis, na tentativa de se manter competitivo no mercado, é obrigado a reduzir suas margens de lucro, o que afeta a capacidade produtiva de suas operações, atingindo por fim a exportação desses produtos e o mercado interno.

Inicia-se assim a desestruturação da cadeia produtiva e, conseqüentemente, o esmorecimento das expectativas de lucro neste setor. Os recursos passam a ser cada vez mais direcionados ao setor extrativo, aumentando a produção (e exportação) desse e alimentando um ciclo vicioso. O ciclo descrito é apenas uma explicação econômica, objetiva, para a redução de produtividade dos países com abundância de recursos e não leva em consideração variáveis políticas e sociais necessárias à compreensão de um fenômeno que vai muito além da diminuição de produtividade e requer a contribuição de outras explicações.

³⁷ REIS, Cristina. Estrutura produtiva e instituições no desenvolvimento econômico a partir de Recursos Naturais: uma análise teórica e Crítica. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia, 2014.

1.1.3.2. Comportamento rentista

O conceito de Estado rentista foi primeiramente proposto por Mahdavy³⁸ na década de 1970, que o definiu como aqueles países que auferem, de maneira regular, volumes substanciais de rendas pagas por agentes estrangeiros públicos ou privados.

Tal conceito se refere a um tipo de renda que independe de produtividade, advinda na totalidade ou em parte, de receitas econômicas do Estado. O rentismo também pode ser definido como o movimento de valorização das rendas econômicas que tem como causa a mera propriedade, em detrimento de atividade econômica produtiva, tais como indústria, serviços, entre outros. Os rendimentos decorrentes do rentismo têm uma conotação característica dos investimentos financeiros propriamente ditos³⁹.

O estudo de Mahdavy referia-se especificamente aos casos em que as rendas eram decorrentes da extração de petróleo e/ou gás, mas o rentismo não fica restrito a essas receitas, pode manifestar-se de diversas formas. Emily Sinnot, John Nash e Augusto de la Torre explicam que a relação entre rentismo e recursos naturais depende do tamanho da renda que sua exploração gera e da facilidade do governo em se apropriar delas, por isso os hidrocarbonetos e minerais são mais relacionados ao rentismo. Os autores alertam que “O problema central das rendas econômicas é a capacidade – ou incapacidade – dos atores políticos de se comprometer, de maneira confiável, com a aplicação das receitas dos recursos naturais para o bem-estar do público ao longo do tempo”⁴⁰.

O rentismo implica em um comportamento parasitário dos agentes públicos e privados, que se vinculam fortemente à riqueza gerada pela exploração de um bem através da comercialização dos recursos naturais não renováveis, tornando-se dependentes dela. A

³⁸ MAHDAVY, Hossein. The patterns and problems of economic development in rentier states: the case of Iran. *Life*, v. 1000, n. 1, 1970.

³⁹ PAULANI, Leda. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, 27, 77, 2013, p. 254.

⁴⁰ SINNOTT, Emily; NASH, John e e Augusto de la Torre: *Recursos naturais na América Latina: indo além das altas e baixas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 46-47.

criação de riqueza através das fontes tradicionais de produção, especialmente trabalho, inovação, indústria, empreendedorismo e tributação, são deixadas para segundo plano⁴¹.

Como bem aponta Alexandre Coutinho da Silveira⁴² ao tratar da governança de royalties, quando se trata do comportamento rentista, não podem ser desconsideradas as pressões sofridas pelos administradores públicos, os mecanismos de representatividade da população na gestão pública e a tributação. E destaca que, mesmo em se tratando do rentismo no âmbito particular ou privado (que busca lucros marginais à atividade extrativista, abandonando outros setores de produção), não se deve esquecer que é dever do Estado fomentar um “desenvolvimento nacional equilibrado”⁴³, o que inclui a diversificação produtiva.

1.1.3.3. Fraqueza Institucional e corrupção

Alguns representantes da Economia Política e da Economia Institucional associam o impacto negativo da riqueza baseada em recursos naturais, cujos efeitos adversos inibem o crescimento, à baixa qualidade da governança e das instituições. No entanto, muito se discute sobre o que é causa e o que é efeito quando se fala em fraqueza institucional: a exploração de recursos naturais não renováveis enfraquece as instituições ou é a fraca estrutura institucional que prejudica o fomento de políticas públicas capazes de conduzir a exploração dos recursos de forma benéfica?

Nesse sentido, Chang⁴⁴ argumenta que é importante abordar o seguinte dilema: são as instituições que exercem influência no desenvolvimento de um país ou é o desenvolvimento deste país que resulta em melhores instituições?

⁴¹ *Idem*, p. 47.

⁴² SILVEIRA, Alexandre Coutinho. *Governança pública de royalties: Federalismo fiscal e futuras gerações*. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 2014. p. 39.

⁴³ Art. 174, I, da Constituição Federal.

⁴⁴ CHANG, Ha-Joon. Institutions and Economic Development. *Journal of Institutional Economics*, v. 7, 2011, p. 473-498.

No caso da *Maldição dos Recursos*, não há clareza do que ocorre primeiro, isto é, o que é causa e o que é consequência. Não obstante, há indícios de que a qualidade das instituições tende a causar efeitos positivos na gestão dos recursos naturais⁴⁵.

Embora os trabalhos quantitativos enfrentem limitações quando se trata de observar a correlação entre a *Maldição dos Recursos* e a qualidade institucional, estudos empíricos recentes sugerem que as diferenças de renda entre os países abundantes de recursos naturais podem ser explicadas pela eficácia de suas instituições⁴⁶. Acemoglu e Robinson⁴⁷ afirmam que as instituições são as principais responsáveis pelo desempenho econômico e político de um país.

Brunnschweiler é mais categórica, ao afirmar que só pode haver uma maldição quando a riqueza dos recursos naturais ocorre em conjunto com instituições de baixa qualidade⁴⁸.

Mehlum, Moene e Torvik⁴⁹ constataram em seus estudos que a qualidade institucional pode ser um ponto central para lidar com a *Maldição dos Recursos*, uma vez que constataram efetivamente que países com alta qualidade institucional foram capazes de neutralizar a maldição, o que não quer dizer que este é o único fator que levou ao mencionado resultado. Nesse sentido, Dietz e Neumayer⁵⁰ mostram que melhorar a qualidade da

⁴⁵ Sobre efeitos das instituições sobre o crescimento, sugere-se ver: ENGERMAN, Stanley L.; SOKOLOFF, Kenneth L. *Factor endowments, institutions, and differential paths of growth among new world economies. How Latin America Fell Behind*, p. 260-304, 1997; ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon; ROBINSON, James A. Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of economic growth*, v. 1, p. 385-472, 2005.

⁴⁶ ACEMOGLU, Daron; JOHNSON Simon; and ROBINSON, James A. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review*, v. 91, 2001, p. 1369-1401

⁴⁷ ACEMOGLU, Daron e ROBINSON, James A. *Why Nations Fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. New York: Crown Business, 2012.

⁴⁸ BRUNNSCHWEILER, Christa. Cursing the blessings? Natural resource abundance, institutions, and economic growth. *World Development*, v. 36, 3, Elsevier, 2008.

⁴⁹ MEHLUM, Halvor; MOENE, Karl; TORVIK, Ragnar. Institutions and the resource curse. *The economic journal*, v. 116, n. 508, p. 1-20, 2006.

⁵⁰ NEUMAYER, Eric. Does the “resource curse” hold for growth in genuine income as well? *World Development*, v. 32, n. 10, p. 1627-1640, 2004.

governança, particularmente no que diz respeito à corrupção, reduz o impacto negativo da abundância de recursos naturais sobre a poupança. Embora não aborde diretamente a *Maldição dos Recursos Naturais*, essa literatura aponta para a importância dos efeitos de interação entre abundância de recursos e medidas de qualidade institucional.

1.1.4. O paradoxo dos recursos naturais é uma maldição?

Apesar de não terem sido os primeiros a indicar a possibilidade de existir uma correlação entre a abundância de recursos naturais e um freio no crescimento econômico, o trabalho de Sachs e Warner⁵¹ (1995) estimulou uma extensa e crescente leva de estudos que buscaram compreender o que impulsiona tantos resultados negativos. As explicações apresentadas são bastante diversas. Elas abrangem desde o efeito da deterioração dos termos de troca (i.e., comércio internacional), *Doença Holandesa*, passando por excesso de endividamento dos países, baixa qualidade institucional, entre outros argumentos.

Em 2001, Jeffrey Sachs e Andrew Warner⁵² realizaram um estudo empírico com 71 países, cujo resultado teria confirmado a existência de correlação positiva entre a abundância de recursos naturais não renováveis e o desempenho econômico inferior àquele de economias fundadas em outras bases⁵³. Contudo, muitos estudiosos questionaram a robustez do resultado encontrado, embora por diferentes razões: alguns apresentam críticas relacionadas à metodologia e às técnicas econométricas utilizadas no estudo, outros apresentam críticas teóricas.

⁵² SACHS, Jeffrey D.; WARNER, Andrew M. "First, casual observation suggests that there is virtually no overlap in the set of countries that have large natural resource endowments} and the set of countries that have high levels of GDP. Many resource-rich countries have been resource rich for a long time. If natural resources really do help development, why do not we see a positive correlation today between natural wealth and other kinds of economic wealth? Second, casual observation also confirms that extremely resource-abundant countries such as the Oil States in the Gulf or Nigeria, or Mexico and Venezuela, have not experienced sustained rapid economic growth. In addition, empirical growth studies tend to confirm this casual evidence". *The curse of natural resources. European economic review*, v. 45, n. 4, p. 827-838, 2001. p. 827-828.

⁵³ AUTY, Richard M. *Idem*.

Apesar de não terem sido os primeiros a indicar a possibilidade de existir uma correlação entre a abundância de recursos naturais e um freio no crescimento econômico, o trabalho de Sachs e Warner⁵⁴ (1995) estimulou uma extensa e crescente leva de estudos que buscaram compreender o que impulsiona tantos resultados negativos. As explicações apresentadas são bastante diversas. Elas abrangem desde o efeito da deterioração dos termos de troca (i.e., dinâmica da relação de comércio internacional entre países), *Doença Holandesa*, passando por excesso de endividamento dos países, baixa qualidade institucional, entre outros argumentos.

Cristina Fróes de Borja Reis⁵⁵ aponta que o modelo de análise não teria levado em conta a possibilidade de existir uma causalidade reversa, isto é, que países mais pobres podem ser mais dependentes da exportação de recursos naturais do que países ricos justamente porque são menos desenvolvidos desde a sua origem. Logo, o problema estaria na origem e não na exploração dos recursos.

Eric Neumayer⁵⁶, por sua vez, entende que o ideal seria utilizar como parâmetros de análise o crescimento do Produto Interno Líquido (PIB menos a depreciação do capital produzido), o que normalmente os governos não fazem. A depreciação do capital produzido contabiliza a perda dos recursos em termos de materiais e energia injetados na economia

⁵⁴ SACHS, Jeffrey D.; WARNER, Andrew M. *Economic convergence and economic policies*. National Bureau of Economic Research, 1995.

⁵⁵ REIS, Cristina Fróes de Borja. *Estrutura produtiva e instituições no desenvolvimento econômico a partir de Recursos Naturais: uma análise teórica e crítica*. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2014. P. 5. “(...) o tempo é uma noção importante que não deve ser desprezada na compreensão do desenvolvimento econômico. Em outras palavras, usar médias para períodos longos de anos obscurecem as possíveis transformações e oscilações ocorridas. Dessa forma, modelos econométricos que utilizam essas variáveis podem ter o problema de causalidade reversa, isto é, a parcela das exportações de RN no PIB pode simplesmente refletir o padrão de especialização da economia e não abundância em RN.”

⁵⁶ NEUMAYER, Eric. *Idem*, p. 1628: Things are different, however, when one also starts taking into account depreciation of natural capital. Not only can depreciation terms be of significant size, but depreciation also tends to be higher for economies that are intensive in natural resources than for others that are not. With the accounting method for natural capital depreciation described below the correction to GDP can be as high as 30%. There can therefore be a substantial gap between gross income and what might be called genuine income, that is, GDP minus the depreciation of produced and natural capital, and the size of the gap is partly determined by the resource intensity of economies. There is therefore a problem with the existing studies examining the “resource curse” as they analyze growth in GDP instead of growth in true or genuine income.

para a produção. No caso dos recursos naturais não renováveis, essa depreciação é bastante clara, pois explorá-los hoje significa menos reservas amanhã. Segundo o autor, não só os termos de depreciação podem ser de tamanho significativo, mas a depreciação também tende a ser maior para economias ricas em recursos naturais do que para outras que não o são, sendo determinado - em parte - pela intensidade dos recursos das economias. Com a depreciação do capital natural, a correção para o PIB pode chegar a uma diferença de 30%, um fosso substancial entre o rendimento bruto e o que poderia ser chamado de rendimento genuíno. Nesse sentido, Neumayer sugere que ao invés de analisar o crescimento do PIB, o estudo de Sachs e Warner deveria ter utilizado como referência de crescimento o que o autor chamar de “renda verdadeira” ou “genuína”.

Representando a corrente mais cética em relação à *Maldição dos Recursos*, Daniel Lederman e William Maloney⁵⁷ advertem que a definição de abundância de recursos naturais para cada país pode ser diferente, o que afeta o resultado encontrado por Sachs e Warner, que teriam utilizados definições seletivas. Os autores fazem parte da corrente que nega a existência de uma maldição⁵⁸ por duas razões: primeiro, porque seus efeitos não são

⁵⁷ LEDERMAN, Daniel; MALONEY, William: “The critical difference with many previous works arises from the fact that, in constructing their cross-country database, Sachs and Warner selectively replace their principal measure of resource abundance—natural resource exports as a share of GDP—with net resource exports as a share of GDP for two countries, Singapore and Trinidad and Tobago. This is perhaps understandable as Singapore’s privileged position as an entrepot implies re-exports of natural resource-intensive commodities, which leads to its counterintuitive classification as a resource abundant country”. *Neither curse nor destiny: introduction to natural resources and development*. In: *Natural Resources: Neither Curse nor Destiny*. World Bank Publications, 2006. p.3-4.

⁵⁸ *Idem, Ibidem*. p. 32-33. “The review of the literature on the resource curse indicated that the evidence in support of the curse is weak at best. There are important issues of measurement of relative endowments, of potential heterogeneity in the effects of such endowments on development and growth, and some of the international econometric evidence that appears to support the curse hypothesis has been based on the use of weak proxies, and even on nonstandard manipulations of influential data points. This mixed evidence in favor of the resource curse also needs to face up to some obvious historical facts, ranging from the successful development of now rich countries, to the success of numerous developing economies, ranging from Rwanda to Chile. Moreover, the idea that natural resources inevitably worsen political or other institutions that might be important for development also seems to have ignored historical facts related to the evolution of such institutions, and there are examples where “good” institutional characteristics had emerged prior to the discovery of natural resources, for example, in the case of Venezuela, which may explain the strong economic growth of this economy for almost 50 years”. De forma semelhante se posicionam BRUNNSCHWEILER, Christa N. Cursing the blessings? Natural resource abundance, institutions, and economic growth. *World Development*, v. 36, 3, Elsevier, 2008; HABER, Stephen H.; MENALDO, Victor A. Do natural resources fuel authoritarianism? A reappraisal of the resource curse. *American Political Science Review*, v. 105, n. 1, 2010.

inevitáveis, o que contraria a carga determinista do termo “maldição”. Segundo, porque entendem não haver correlação entre a abundância dos recursos naturais e os efeitos deletérios, sustentando, ao inverso, que os efeitos podem ser causados por circunstâncias históricas e culturais não necessariamente relacionadas aos recursos naturais.

Independente da robustez do resultado encontrado por Sachs e Warner, dado que a avaliação dos estudos e os métodos econométricos empregados não são objeto do presente trabalho, parece prudente afirmar que mesmo que não haja uma correlação taxativa entre a abundância de recursos naturais e o baixo desenvolvimento econômico, a literatura e a experiência indicam que a maior parte dos países ricos em recursos naturais não fazem o melhor uso dessas riquezas. No mesmo sentido, não parece haver evidências suficientes para presumir que a riqueza de recursos naturais necessariamente condena o país que os detém às sequelas da *Maldição dos Recursos Naturais*.

Nem mesmo os autores que defendem a existência de evidências sobre a correlação entre riqueza de recursos e baixo desenvolvimento, como Auty, Sachs e Warner, afirmam que os efeitos deletérios são inevitáveis. Sustentam, isso sim, que os efeitos nocivos ou benéficos da exploração dos recursos naturais dependem de planejamento econômico e de políticas públicas⁵⁹, que devem ser utilizadas com a premissa fundamental de finitude das receitas, ou seja, seu esgotamento.

Notavelmente, Botswana e Chile são exemplos de países em desenvolvimento que alcançaram êxito na transformação de suas receitas de exploração mineral em recursos catalisadores de seu desenvolvimento.

Certamente, manter os recursos intocados no subsolo não parece ser a solução, tendo em vista que não há garantias de que seus valores e utilidades serão iguais ou maiores no futuro. Deixar explorá-los pode significar a proteção de uma reserva de pedras e óleo sem valor no futuro, como relembra Fernando Facury Scaff ao citar o caso das turfas, um material

⁵⁹ Natural resources, capital accumulation and the resource curse. *Ecological Economics*, 2007, n. 61, p. 630.

vegetal usado como combustível que foi substituído por outras fontes de energia ao longo dos anos até deixar de ser utilizado e perder seu valor comercial⁶⁰.

Richard M. Auty cita em seu trabalho alguns exemplos de economias ricas em recursos naturais não renováveis que são reconhecidas como exceção ao fenômeno da *Maldição dos Recursos*. Desse modo, ainda que seja um resultado excepcional, cabe aos administradores públicos e do Estado o desafio de assegurar que receitas provenientes da extração de recursos naturais sejam aplicadas de forma produtiva e racional. Como alcançar tais medidas?

Com a experiência, os países ricos em recursos naturais buscaram desenvolver mecanismos para lidar com os efeitos colaterais apontados, como, por exemplo, a implantação de políticas de expansão e diversificação de ativos capazes de gerar renda paralelamente à exploração dos recursos naturais não renováveis; a administração de taxas de câmbio, taxações de exportação e de rendas decorrentes da exploração dos recursos; e criação de fundos de investimentos e outros [fundos] de naturezas financeira e contábil, de modo a promover certa independência da renda dos produtos minerais⁶¹.

Destaca-se entre as iniciativas para lidar com os efeitos deletérios dos recursos naturais a criação de Fundos Soberanos de Recursos Naturais, uma das soluções mais adotadas nas últimas décadas, inclusive em países com situações econômicas e sociais bastantes diversas. Trata-se, dessa forma, de um instrumento financeiro utilizado para gerir o investimento de receitas públicas, principalmente aplicando-as no exterior.

⁶⁰ “Rognvaldur Haneson relata a lenda de um pobre fazendeiro irlandês que encontrou turfa em sua propriedade, material de origem vegetal muito usado no passado como combustível. Planejou sua exploração de forma racional para que seus descendentes pudessem usufruir dessa riqueza, que então possuía grande valor de mercado. Ocorre que, passados os anos, essa fonte de calor deixou de ser usada e as gerações que o sucederam deixaram de usufruir do valor daquele bem e amaldiçoaram as gerações anteriores por não a terem explorado corretamente. Não se tratou de um erro de planejamento, mas de um problema de mercado, fruto de inovações tecnológicas”. SCAFF, Fernando Facury. *Royalties do Petróleo, Minério e Energia. Aspectos Constitucionais, Financeiros e Tributários*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

⁶¹ Entre os Fundos mais conhecidos na experiência internacional estão o Government Pension Fund – Global, ou GPF, criado em 1990 pela Noruega, e o Alaska Permanent Fund (APF), criado em 1969 no estado americano do Alaska. Uma lista dos maiores Fundos Soberanos do mundo pode ser encontrada no site do Sovereign Wealth Fund Institute, figurando entre eles diversos fundos decorrentes da exploração de petróleo e gás. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> Acesso em 27.set.2013.

Tais fundos vêm sendo largamente utilizados entre os países produtores de *commodities*, principalmente os de petróleo e minerais. Suas finalidades variam desde a formação de poupança para gerações futuras; aumento da taxa de retorno das reservas internacionais e apoio a projetos socioeconômicos, principalmente em infraestrutura; até estabilização econômica e cambial.

Serão analisados a seguir países dos mais variados níveis de desenvolvimento econômico e social que, ao longo da história, instituíram um ou mais fundos soberanos.

1.2. Fundos Soberanos como mecanismo de proteção à *Maldição dos Recursos Naturais*

1.2.1. Origem e definição

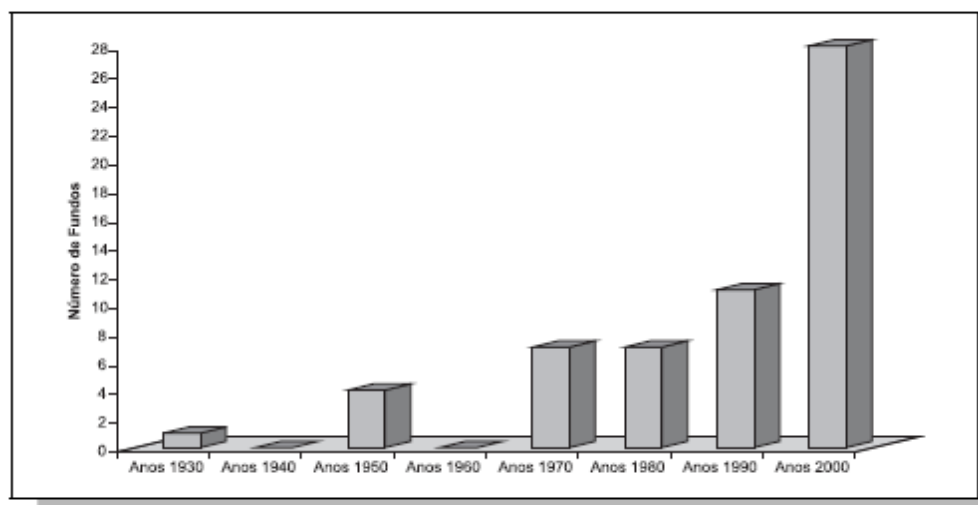
O instrumento financeiro hoje conhecido como Fundo Soberano de Riqueza não é novo. Ao contrário, o mais antigo que se tem notícia é o *Texas Permanent School Fund*⁶², fundo subnacional do estado do Texas (EUA) criado em 1854, quase um século antes da criação dos primeiros fundos soberanos nacionais, como os do Kuwait (1953), Abu Dhabi (1976) e Singapura (1981)⁶³.

Não obstante existirem mais de 80 fundos soberanos, pode-se dizer que até o início deste século eles não eram amplamente conhecidos. Isso se deve em parte porque ainda não tinha sido cunhado um termo que diferenciasse os *Fundos de Investimentos* de propriedade de um governo dos *Fundos de Investimentos* privados comuns e em parte porque foi a partir dos anos 2000 que o número de FSR explodiu:

⁶² Fundo criado em benefício das escolas públicas do Estado, continua em atividade. Para mais informações sobre o fundo podem ser encontradas no site da Texas Education Agency, disponível em: <http://tea.texas.gov/psf/> Acesso em 01 out 2016.

⁶³ Segundo informações contidas no próprio site do Kuwait Investment Authority (KIA), o fundo é o mais antigo do mundo, tendo sido estabelecido em 1953. O Abu Dhabi Investment Authority foi criado em 1976 e o Government of Singapore Investment Corporation em 1981.

Figura 1 Número de Fundos Soberanos de Riqueza⁶⁴



De acordo com Truman⁶⁵, o termo original do inglês *Sovereign Wealth Fund (SWF)*, traduzido para o português como *Fundo Soberano Riqueza*, foi cunhado em 2005 por Andrew Rozanov, um consultor de investimentos de Londres. Rozanov é autor do artigo ‘*From Reserves to Sovereign Wealth Management*’⁶⁶, que alertava o mercado para o surgimento de um novo tipo de investidor, diferente de todos já vistos antes, um *public-sector player* cujos ativos representavam aproximadamente U\$ 1.5 trilhão de dólares.

A rápida expansão dos Fundos Soberanos de Riqueza, particularmente por países exportadores de petróleo e outros recursos naturais, é atribuída à alta dos preços das *commodities* no mercado internacional, o que levou muitos países à rápida acumulação de ativos estrangeiros e outras receitas. Embora nem todos se destinem a gerir receitas de recursos naturais não renováveis, os que o fazem se destacam para os objetivos deste trabalho.

O tamanho e o número dos referidos fundos cresceram e continuam crescendo rapidamente, e sua presença no mercado financeiro internacional parece ser fato

⁶⁴ Figura elaborada por Rodrigo Sias em O fundo soberano brasileiro e suas implicações para a política econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 93-127, Dez. 2008. P. 97.

⁶⁵ TRUMAN, M. Edwin. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, sep/2010. p. 01.

⁶⁶ *From Reserves to Sovereign Wealth Management*. Central Banking, Volume XV, Number 3, London, February 2005.

consolidado. Segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute*,⁶⁷ atualmente existem 78 Fundos Soberanos decorrentes de receitas *Commodities* e *Não-Commodities*. Já o periódico *Global Finance*⁶⁸ indica a existência de 80 Fundos, acrescentando o *Strategic Investment Fund* (França) e *Italian Strategic Fund* (Itália)⁶⁹. Vejamos a lista de fundos nacionais:

⁶⁷ O *Sovereign Wealth Fund Institute* é uma organização global concebida para estudar Fundos Soberanos, pensões, fundos de pensões, bancos centrais, doações e outros investidores públicos de longo prazo nas áreas de investimento, alocação de ativos, risco, governança, economia, política, comércio e outras questões relevantes, cujo acesso e a maior parte das informações é restrito para usuários que assinam o serviço.

⁶⁸ Global Finance é uma revista mensal de Nova Iorque, fundada em 1987, sobre finanças e investimentos globais. A lista de Fundos Soberanos está disponível em: <https://www.gfmag.com/global-data/economic-data/largest-sovereign-wealth-funds> Último acesso em 01 set 2016.

⁶⁹ Como referido no item sobre a origem dos fundos soberanos, até o momento não há uma autoridade ou organização oficial responsável pelo registro e controle das atividades dos Fundos Soberanos à nível mundial, razão pela qual outras fontes de informação foram utilizadas como referência para determinar quantos e quais Fundos Soberanos estão em atividades atualmente.

Criação	País	Fundo Soberano	Origem dos Recursos	Ativos (bilhão)
1953	Kuwait	Kuwait Investment Authority	Petróleo	\$ 592,00
1956	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	Fosfato	\$ 0,60
1974	Singapore	Temasek Holdings	Não-Commodity	\$ 193,60
1980	Oman	State General Reserve Fund	Petróleo & Gás	\$ 13,00
1981	Singapore	Government of Singapore Invest. Corporation	Não-Commodity	\$ 344,00
1983	Brunei	Brunei Investment Agency	Petróleo	\$ 40,00
1990	Norway	Government Pension Fund – Global	Petróleo	\$ 824,90
1993	Malaysia	Khazanah Nasional	Não-Commodity	\$ 41,60
1994	Botswana	Pula Fund	Minerais	\$ 5,70
1997	China	SAFE Investment Company	Não-Commodity	\$ 547,00
1998	Venezuela	FEM	Petróleo	\$ 0,80
1998	Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	Petróleo	\$ 0,40
1999	Azerbaijan	State Petróleo Fund	Petróleo	\$ 37,30
1999	Peru	Fiscal Stabilization Fund	Não-Commodity	\$ 9,20
2000	China	National Social Security Fund	Não-Commodity	\$ 236,00
2000	Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	Petróleo	\$ 77,00
2000	Algeria	Revenue Regulation Fund	Petróleo & Gás	\$ 50,00
2000	Mexico	Petróleo Revenues Stabilization Fund of Mexico	Petróleo	\$ 6,00
2000	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Petróleo	\$ 5,50
2001	Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	Não-Commodity	\$ 23,50
2002	Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	Petróleo	\$ 0,08
2003	New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	Não-Commodity	\$ 20,20
2003	Iraq	Development Fund for Iraq	Petróleo	\$ 0,90
2003	Palestine	Palestine Investment Fund	Não-Commodity	\$ 0,80
2005	Qatar	Qatar Investment Authority	Petróleo & Gás	\$ 256,00
2005	South Korea	Korea Investment Corporation	Não-Commodity	\$ 84,70
2005	Timor-Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	Petróleo & Gás	\$ 16,90
2006	Australia	Australian Future Fund	Não-Commodity	\$ 95,00
2006	Libya	Libyan Investment Authority	Petróleo	\$ 66,00
2006	Bahrain	Mumtalakat Holding Company	Não-Commodity	\$ 11,10
2006	Chile	Pension Reserve Fund	Cobre	\$ 7,90
2006	Oman	Oman Investment Fund	Petróleo	\$ 6,00
2006	Vietnam	State Capital Investment Corporation	Não-Commodity	\$ 0,50
2006	Indonesia	Government Investment Unit	Não-Commodity	\$ 0,30
2006	Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Petróleo & Gás	\$ 0,30
2007	China	China Investment Corporation	Não-Commodity	\$ 746,70
2007	Chile	Social and Economic Stabilization Fund	Cobre	\$ 15,20
2007	China	China-Africa Development Fund	Não-Commodity	\$ 5,00
2008	Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	Não-Commodity	\$ 77,50
2008	Russia	National Welfare Fund	Petróleo	\$ 73,50
2008	Russia	Reserve Fund	Petróleo	\$ 65,70
2008	France	Strategic Investment Fund	Não-Commodity	\$ 25,50
2008	Brazil	Sovereign Fund of Brazil	Não-Commodity	\$ 5,30
2008	Saudi Arabia	Public Investment Fund	Petróleo	\$ 5,30
2008	Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	Petróleo & Gás	n/a
2011	Iran	National Development Fund of Iran	Petróleo & Gás	\$ 62,00
2011	Russia	Russian Direct Investment Fund	Não-Commodity	\$ 13,00
2011	Italy	Italian Strategic Fund	Não-Commodity	\$ 6,00
2011	Ghana	Ghana Petroleum Funds	Petróleo	\$ 0,45
2011	Mongolia	Fiscal Stability Fund	Minerais	\$ 0,30
2011	Papua New Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	Gás	n/a
2012	Angola	Fundo Soberano de Angola	Petróleo	\$ 5,00
2012	Kazakhstan	National Investment Corporation	Petróleo	\$ 2,00
2012	Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	Petróleo	\$ 1,40
2012	Bolívia	FINPRO	Não-Commodity	\$ 1,20
2012	Panamá	Fondo de Ahorro de Panamá	Não-Commodity	\$ 1,20
2012	Senegal	Senegal FONSI	Não-Commodity	\$ 1,00
2012	Australia	Western Australian Future Fund	Minerais	\$ 0,30
2014	Mexico	Fondo Mexicano del Petróleo	Petróleo & Gás	n/a
n/a	Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	Petróleo	\$ 668,60

Fonte: SWFI e Global Finance / Elaboração própria

Lista de Fundos Soberanos subnacionais:

Criação	País	Fundo Soberano	Origem dos Recurso	Ativos US\$/bilhão
1854	US – Texas	Texas Permanent School Fund	Petróleo & Outro	37,7
1876	US – Texas	Permanent University Fund	Petróleo & Gás	17,2
1958	US – New Mexico	New Mexico State Investment Council	Petróleo & Gás	19,8
1974	US – Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Minerais	5,6
1976	Canada - Alberta	Alberta's Heritage Fund	Petróleo	17,5
1976	UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	Petróleo	773
1976	US – Alaska	Alaska Permanent Fund	Petróleo	53,9
1984	UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	Petróleo	66,3
1985	US – Alabama	Alabama Trust Fund	Petróleo & Gás	2,5
1986	US – Louisiana	Louisiana Education Quality Trust Fund	Petróleo & Gás	1,3
1993	China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Invest. Portfolio	Não-Commodity	417,9
2002	UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	Petróleo	66,3
2005	UAE – Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	Petróleo	1,2
2006	UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	Não-Commodity	183
2007	UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	Petróleo	110
2007	UAE – Federal	Emirates Investment Authority	Petróleo	15
2011	US – North Dakota	North Dakota Legacy Fund	Petróleo & Gás	3,2
2012	Nigeria – Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corp.	Não-Commodity	1,5
2014	US – West Virginia	West Virginia Future Fund	Petróleo & Gás	n/a

Fonte: SWFI e Global Finance / Elaboração própria

A lista acima pode ser observada sob diferentes aspectos. Por exemplo, se considerada a origem das receitas transferidas pelo poder público aos fundos, divididas entre *commodities* e não *commodities*, temos 27 (vinte e sete) fundos cujos recursos têm origem na exploração de petróleo, gás e minerais (*commodities*) e outro grupo de 53 (cinquenta e três) fundos com composição de receitas públicas variadas (não *commodities*). Por outro lado, os fundos também podem ser identificados a partir do nível federativo do ente proprietário, sendo nacional ou subnacional, o que resultaria em um grupo de 61 (sessenta e um) e outro de 19 (dezenove), respectivamente.

Registre-se que as divisões acima suscitam alguns questionamentos sobre quais características um fundo deve ou não reunir para que seja considerado um Fundo Soberano de Riqueza. Desse modo, apesar da lista apresentada acima, o número de fundos existentes considerados FSR depende da definição adotada. Apesar de se apresentarem acima em listas separadas, a conceituação admitida neste trabalho não exclui os fundos pertencentes aos entes subnacionais, como será detalhado mais adiante.

Outro fato que se destaca a partir da observação das listas acima é de que os 80 (oitenta) FSRs estão distribuídos entre mais de 60 (sessenta) países por todos os continentes, em diferentes estágios de desenvolvimento social e econômico, amparados sobre os mais

diversos desenhos institucionais e diferentes regimes políticos. Significa dizer que cada fundo foi instituído em meio à diversidade econômica, política e social correspondente ao país proprietário. Assim, não há uma estrutura jurídica e institucional homogênea. Soma-se a esse cenário o fato que não há, até o momento, uma autoridade ou organização oficial responsável pelo registro e controle das atividades de fundos soberanos em nível mundial.

Dito isso, não há na literatura uma definição universal de Fundo Soberano de Riqueza (FSR) nem um modelo genérico que o represente,⁷⁰ mas dada sua relevância, muitos buscaram compreender o fenômeno da explosão dos FSRs e oferecer uma definição.

O Fundo Monetário Internacional definiu que Fundos Soberanos de Riqueza são fundos de investimento de propriedade de um Estado, onde são depositadas parte de suas riquezas, as quais serão aplicadas no mercado de investimentos de longo prazo,⁷¹ com objetivos macroeconômicos. Essa definição, apesar de correta, é simplista e genérica, e vem sendo aperfeiçoada ao longo do tempo.

Uma definição largamente aceita⁷² é a apresentada no relatório de melhores práticas⁷³ produzidos pelo *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*, em uma série de encontros de representantes de mais de vinte países proprietários de FSR⁷⁴:

Fundos Soberanos de Riquezas (FSR) podem ser definidos como fundos de investimento de propriedade do governo central com finalidades macroeconômicas variadas. Os FSRs possuem, gerenciam e administram ativos

⁷⁰ Sudip Roy afirma que cada fundo soberano é único. In: *The rulers of finance*. London: Euromoney, dez/2007. P. 81.

⁷¹ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. 2007 e IMF – International Monetary Fund. *Sovereign Wealth Funds – A work Agenda*. 2008.

⁷² A referida definição vem sendo citada em diversos trabalhos, como por exemplo AL-HASSAN, Abdullah et al. *Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management*. IMF Working Paper - Monetary and Capital Markets Department. 2013. P. 03.

⁷³ WFG. SWFs generally accepted principles and practices. Santiago Principles, October, 2008. Disponível em: <http://www.ifswf.org/santiago-principles> Acesso em: 05 jun 2016. Appendices and refernces, p. 27.

⁷⁴ Definição no original: 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.

para alcançar objetivos financeiros e empregam um conjunto de estratégias de investimento que incluem o investimento em ativos financeiros estrangeiros. Os fundos soberanos são geralmente estabelecidos a partir de excedentes da balança de pagamentos, operações oficiais em moeda estrangeira, receitas de privatizações, superávits fiscais e / ou receitas resultantes de exportações de commodities.

O referido relatório ressalva que a expressão *governo central* inclui governo nacional e subnacionais, cujos arranjos institucionais variam. A maneira como são registrados nas contas públicas pode diferir a depender das circunstâncias em que são criados. Quanto às estratégias de investimento, assinala que há necessariamente investimentos em ativos no exterior, não sendo considerados fundos soberanos aqueles que investem exclusivamente em ativos domésticos.

Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu e Juan Yermo de forma bastante genérica, definem os FSRs como um conjunto de ativos possuídos e geridos diretamente ou indiretamente pelos governos para se alcançarem objetivos nacionais⁷⁵.

Truman apresenta uma definição finalística, em que considera o FSR um termo que descreve um conjunto separado de ativos financeiros possuídos ou controlados pelos governos que incluem ativos no exterior⁷⁶.

A partir das considerações apresentadas acima e tendo em vista inexistir definição oficial ou universalmente aceita, ao invés de apresentar uma definição, parece mais prudente identificar os principais elementos que juntos distinguem os FSR de outros fundos ou de outros instrumentos financeiros.

O primeiro elemento é a propriedade ou titularidade, que deve ser necessariamente e exclusivamente de um Estado, via de regra nacional e excepcionalmente subnacional. Registre-se que há uma corrente minoritária que discorda quanto à possibilidade de entes

⁷⁵ BLUNDELL-WIGNALL, Adrian; HU, Yu-Wei; YERMO, Juan. *Sovereign wealth and pension fund issues*. France: OECD, 2008. (Working Paper, n. 14).

⁷⁶ TRUMAN, E. M. A blueprint for sovereign wealth fund best practices. Policy Briefs in International Economics. Washington: Peterson Institute for International Economics, Abr. 2008

subnacionais serem proprietários de FSRs, uma vez que não são estados soberanos, como o título propõe. São exemplos dessa corrente, Fábio A. Oliveira⁷⁷ e Stephen Jen⁷⁸.

O segundo elemento, que pode ser visto como consequência do primeiro, preceitua que os recursos destinados ao fundo são receitas públicas. Deve ser feito o registro de que não há óbice à natureza da receita, desde que pública, podendo ser decorrente de superávit fiscal, de excedentes de reservas internacionais e até ser fruto da exploração de bens públicos - mais comum é que sejam oriundas da exploração de *commodities*.

Quanto à aplicação das receitas, para alguns autores como Stephen Kern e Robert Kimmitt, os FSRs são aqueles que investem exclusivamente no exterior⁷⁹, enquanto para outros, embora os FSRs realizem muito mais investimentos externos, não há vedação aos investimentos locais e regionais⁸⁰. Entende-se que a maior parte dos ativos (preferencialmente a integralidade) deve ser investida fora da jurisdição do Estado proprietário, só deixando de ser considerado FSR se todos os ativos forem aplicados no mercado doméstico. Não há, portanto, necessária restrição aos tipos de ativos, mas não

⁷⁷ Fábio Alonso Vieira. *Os fundos soberanos de riqueza como instrumento ao desenvolvimento integral*. Belo Horizonte: Arraes, 2013. p. 71. Ao definir os FSR afirma serem “Instrumentos de investimentos com propósitos específicos, via de regra, mas não necessariamente, constituídos por estados soberanos (...) A utilização do termo ‘via de regra’ na definição acima não deve ser vista em relação aos fundos constituídos em estados ou províncias de Estados soberanos, como Alaska, Wyoming e Alberta, mas sim quando a criação se dá por Emirados, como Dubai e Abu Dhabi, os quais possuem soberania sobre assuntos internos, como território, população e os bens naturais extraídos nesse território”.

⁷⁸ JEN, Stephen. The definition of a sovereign wealth fund. *Morgan Stanley Research Global*, v. 26, oct. 2007. Define FSR como aqueles que precisam ter cinco características: soberania; alta exposição a moedas estrangeiras; nenhum passivo explícito – o que exclui os fundos de pensão; alta tolerância ao risco; e horizonte de investimentos de longo prazo.

⁷⁹ KIMMITT, Robert. M. *Public footprints in private markets*. In: *Foreign Affairs*, Vol. 87, No. 1, Jan/Fev 2008; KERN, Steffen. “Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise”. *International Topics – Current Issues*. Deutsche Bank Research, Setembro 2007. *Apud* RINALDI, Patrícia Nogueira. *Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira?*. 2010. Tese de Doutorado. Universidade Estadual de Campinas. p. 06.

⁸⁰ BORTOLOTTI, Bernardo; FOTAK, Veljko; MEGGINSON, William L.; MIRACKY, William F. (2009). *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*. FEEM Working Paper No. 22, 30 de Junho, 2009; TRUMAN, Edwin M (2007). “A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds”. *Peterson Institute for International Economics. Policy Brief PB07-6*, Agosto 2007. *Apud* RINALDI, Patrícia Nogueira, idem, p. 6.

devem existir passivos explícitos⁸¹, salvo no caso de aplicações que não sejam bem-sucedidas.

Por fim, mas não menos importante, no que tange à administração dos FSRs, dois aspectos devem ser enfatizados. O status de FSR não implica restringir sua administração e supervisão aos órgãos públicos, que podem tanto ser realizadas pelo Banco Central, Ministério das Finanças ou órgão especialmente criado para a gestão. Desta maneira, a autoridade (pública) pode nomear gestores privados especialistas em conduzir investimentos. Independentemente da natureza do gestor, suas decisões sempre serão reportadas à autoridade pública competente⁸².

1.2.2. *O que são e qual a sua finalidade*

Tendo em vista que os oitenta fundos existentes apresentam diferentes propósitos, objetivos, fontes de receita, estrutura institucional e estratégias, ainda que se opte por uma definição comum a todos, dificilmente poderão ser tratados como uma categoria ou espécie única. Fundo Soberano de Riqueza é um gênero e dele decorrem algumas espécies.

⁸¹ Os FSRs não devem se comprometer com obrigações e/ou contraprestações que gerem passivos, salvo custos financeiros.

⁸² Existem diversas outras definições propostas por juristas brasileiros. Destaca-se entre elas: “Embora não haja uma única definição que englobe todos os seus aspectos, pode-se definir Fundos Soberanos como veículos financeiros de propriedade de Estados, que investem recursos provenientes da poupança do setor público em variados tipos de ativos. Esses recursos podem decorrer de superávits nominais ou em conta-corrente do balanço de pagamentos” em FREITAS, Paulo Springer de. *Rendas do petróleo...* cit., p. 38; e “Genericamente, podem ser conceituados como fundos governamentais de aplicação financeira, normalmente constituídos por moeda estrangeira e geridos separadamente das reservas financeiras do Estado. Como regra, as soberanias que criam esses fundos apresentam superávit nominal no setor público ou superávit estrutural em conta-corrente no balanço de pagamentos, decorrentes da exportação de uma commodity. Conseguem poupar mais do que investem ou então praticam políticas cambiais agressivas para valorização ou desvalorização de sua moeda. Assim, por meio destes fundos, estes países diversificam suas aplicações para além das tradicionais letras do tesouro norte-americano” em BLIACHERIENE, Ana Carla; FUNARI, Marcos Hime; RIBEIRO, Renato Jorge Brown. Natureza jurídica do Fundo Soberano brasileiro e do Fundo Fiscal de investimentos e estabilização. *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFDDE*, Belo Horizonte, ano 1, n. 1, 2012.

Quanto aos propósitos dos FSRs, Patrícia N. Rinaldi⁸³ observa que estes só podem ser plenamente compreendidos a partir da análise das causas que levaram à sua criação. É necessário identificar quais mudanças fundamentais na economia política internacional influenciaram os países.

Segundo Rinaldi, a literatura indica que as condições principais para o aparecimento e expansão do número de FSRs são os recorrentes superávits fiscais e comerciais dos governos com reservas internacionais e acumulação de ativos estrangeiros líquidos.⁸⁴

André S. Magalhães⁸⁵ afirma que, apesar da ampla diversidade entre os países proprietários de FSRs – mencionando, por exemplo, a diferença entre o PIB per capita de US\$ 450,00 da Mauritânia e de US\$ 41.000,00 da Noruega –, algumas características parecem ser comuns em quase todos os países que estabeleceram FSR. De acordo com o autor, a primeira característica que marca esses países é a grande dependência das exportações de combustíveis e minérios. Outra característica presente é o balanço positivo

⁸³ RINALDI, Patrícia Nogueira. *Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização econômica*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. 2010. p. 10.

⁸⁴ *Idem, Ibidem*, p. 11.

⁸⁵ MAGALHÃES, André Simas. Determinantes dos Fundos Soberanos de Investimentos e o Caso Brasileiro. *Revista tempo do mundo – RTM*, v. 3, n. 2, ago. 2011. p. 126-129. Os países donos dos fundos também apresentam ampla diversidade, variando da Mauritânia, com produto interno bruto (PIB) per capita de US\$ 450,00, até a rica Noruega, com PIB per capita de US\$ 41 mil. Algumas características, no entanto, parecem ser comuns a quase todos os países que estabeleceram FSIs. Como visto anteriormente, a criação dos fundos soberanos de investimentos está relacionada inicialmente com o desejo de acumular riquezas advindas da exploração de recursos naturais esgotáveis. A primeira característica que marca os países donos de FSIs, portanto, é a grande dependência das exportações de combustíveis – na maioria dos casos, o petróleo – e minérios.[...] A segunda característica macroeconômica presente na maioria dos países que decidiram criar FSIs é o balanço positivo da conta corrente. Os fundos soberanos são utilizados como maneira de acumular fora do país os recursos excedentes, de forma a impedir a apreciação exagerada do câmbio, que poderia prejudicar o desempenho exportador da economia e resultar na chamada “doença holandesa”. Além dos países dependentes da exploração de um recurso natural principal, que logram altos superávits na balança comercial, há os casos mais recentes dos países que acumulam reservas internacionais por meio da robusta exportação de manufaturados.[...] Além de serem exportadores de combustíveis e minérios e/ou possuírem altos superávits de conta corrente, uma terceira característica, que é também encontrada na maioria dos países que criaram FSIs, é o alto volume de poupança interna. Os países que possuem fundos soberanos poupam grandes proporções do seu produto nacional, e os FSIs surgem como alternativa para manter parte da poupança nos mercados internacionais, em investimentos com horizonte de longo prazo. [...] Apenas três exemplos não se encaixam entre os países exportadores de recursos naturais esgotáveis ou com significativos superávits de conta corrente: Coreia do Sul (fundo criado em 2005), França (fundo criado em 2008) e Brasil (fundo criado em 2008). Se for considerada também a poupança interna, os países que se sobressaem são apenas a França e o Brasil, tendo-se em conta que a Coreia do Sul poupa 32% do seu PIB.

da conta corrente dos países quando decidem criar o seu próprio fundo. A terceira característica encontrada na maior parte dos países é o alto volume de poupança interna. Magalhães afirma que “Os países que possuem fundos soberanos poupam grandes proporções do seu produto nacional, e os FSRs surgem como alternativa para manter parte da poupança nos mercados internacionais, em investimentos com horizonte de longo prazo”⁸⁶.

A instituição desses fundos está intrinsecamente atrelada aos objetivos destes instrumentos: formar uma poupança para as gerações futuras, quando não houver mais recursos a serem explorados; e também mitigar impactos causados por fluxos de volatilidade de preços e ofertas, enquanto houver esta disponibilidade. Registre-se que não é incomum a combinação de mais de um objetivo para um mesmo FSR.

Quanto aos propósitos dos FSRs, o Fundo Monetário Internacional identificou cinco tipos de Fundos Soberanos⁸⁷, quais sejam: (1) Fundo de Estabilização, (2) Fundo de Poupança Intergeracional, (3) Fundo de Desenvolvimento, (4) Fundo de Pensão e (5) Fundo de Reserva de Investimentos de empresas.

Os Fundos de Estabilização têm como objetivo principal a estabilidade macroeconômica, isolando o orçamento e a economia dos efeitos causados pelas variações dos preços de *commodities* (normalmente petróleo). Buscam reduzir os impactos de volatilidade das receitas de *commodities* nas receitas fiscais e no comportamento do câmbio em função do padrão de exportações. De acordo com Stephany Griffith-Jones e José Antonio Ocampo⁸⁸, geralmente são fundos de caráter contingencial, compostos por um acúmulo sobressalente de reservas quando há um ciclo bastante favorável de exportações e que podem ser utilizadas quando o ciclo é revertido.

⁸⁶ MAGALHÃES, Andre Simas, *Idem*, p. 127.

⁸⁷ INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Sovereign Wealth Funds – A work Agenda*. 2008. p.

⁸⁸ GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio. *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*. Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation. Fevereiro, 2008, p. 09. Disponível em: <http://www.g24.org/sowf0308.pdf>
Acesso em

Os classificados como Fundos de Poupança Intergeracional⁸⁹ têm como finalidade formar uma poupança para futuras gerações, convertendo ativos não renováveis em um portfólio mais diversificado de ativos para que a riqueza possa ser transferida entre gerações. A intenção desses fundos é tornar receita finita, oriunda da exploração de recursos finitos, em receita elástica e que se renova. Geralmente são utilizados por países com fontes naturais não-renováveis⁹⁰.

Os Fundos de Desenvolvimento têm como propósito principal, como o próprio título aponta, prover recursos para financiar projetos socioeconômicos ou promover políticas industriais de modo a aumentar o PIB, ou dito de outra forma, financiar o aumento potencial de crescimento do país;

Já a formação de Fundos de Pensões ou de reservas de contingências têm como propósito custear os passivos fiscais de longo prazo, decorrentes da previdência, complementando outras de fontes de receita, como as contribuições individuais de pensão.

Reserva de Investimento tem como propósito aumentar o retorno das reservas. De acordo com Rodrigo Sias⁹¹, seu único objetivo é “diminuir os custos de carregamento de reservas, buscando mais retorno por meio da diversificação de seus ativos, que são considerados reservas cambiais”. Exemplo de fundo que se encaixa nesse perfil, o *Fonds Stratégique d’Investissement*, de propriedade da França, foi criado com o intuito de estabilizar o capital das empresas francesas.

Um *Fundo Soberano de Riqueza* soberano pode ser utilizado como instrumento de política fiscal útil, desde que seja bem integrado com os demais instrumentos de gestão fiscal do país. Em particular, podem facilitar a estabilização fiscal, e/ou poupar recursos fiscais

⁸⁹ “A equidade intergeracional materializa um dilema inerente aos recursos naturais não renováveis, qual seja: quantos destes recursos devem ser explorados no presente, e quanto deve ser preservado para gerações vindouras. Sob a ótica das finanças públicas, tal problemática pode ser analisada a partir de dois prismas: (i) o da decisão sobre o ritmo da exploração de recursos, eis que o uso presente acarreta como consequência inarredável a impossibilidade de nossos descendentes terem acesso à mesma reserva; e (ii) o da aplicação das receitas públicas auferidas”. RUBINSTEIN, Flávio. *Idem*, p.284.

⁹⁰ REDIKER, Douglas; CREBO-REDIKER, Heidi. *Foreign Investment and Sovereign Wealth Funds*. New America Foundation - Global Strategic Finance Initiative. Working Paper, n. 1, sep. 2007. Disponível em: <http://www.newamerica.net/files/GSFIWorkingPaper1.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2016.

⁹¹ Rodrigo Sias, *Idem*, p. 107.

para propósitos de longo prazo – por exemplo: preparação para o envelhecimento da população (se utilizado para o financiamento de aposentadorias ou facilitar a transferência intergeracional de recursos). Também podem introduzir mais profissionalismo e compreensão sobre os investimentos e estruturas de gestão de risco, aumentar a transparência e a *accountability* na gestão de ativos financeiros governamentais.

A boa gestão de um Fundo Soberano de Riqueza pode resultar em maior ajuste de risco dos retornos e poderia ajudar a reduzir (ou eliminar) os custos de oportunidade de detenção de reservas. No entanto, os fundos soberanos também podem representar riscos fiscais quando são mal geridos. A experiência internacional tem mostrado que os fundos do petróleo com regras operacionais rígidas e autoridades independentes para gastar, ou aqueles que estão envolvidos em atividades extrafiscais, têm levado a uma fragmentação do processo orçamentário. Isso tem potenciais implicações negativas para a eficiência (e transparência) de alocação de recursos e gestão, em particular quando os mecanismos de controle e monitoramento são fracos.

Vale registrar que um mesmo fundo pode ter múltiplas finalidades, inclusive sobrepostas, que podem ser alteradas ao longo de sua existência. Por exemplo, em alguns países os fundos de estabilização evoluíram para fundos com finalidade de poupança, como o fundo da Botswana – que será tratado mais adiante –, pois à medida que as reservas acumuladas excederam o montante tido como necessário para a estabilização fiscal de curto prazo do país, optou-se por mantê-lo, alterando o seu propósito.

Os diversos objetivos dos Fundos Soberanos implicam diferentes horizontes de investimento, índices de retorno e aceitação de riscos, o que reflete em diferentes abordagens de administração e gerenciamento. Por exemplo, os fundos voltados à estabilização enfatizam liquidez, com um horizonte de investimento de curto prazo, se comparados aos com objetivo de poupança, onde a liquidez é baixa.

1.2.3. Enquadramento e base jurídico-legal

A base jurídica e a forma como os fundos soberanos estão estabelecidos variam de país para país. A maioria dos FSRs é criada por legislação infraconstitucional, embora

existam casos em que o fundo é previsto na própria constituição. Embora muitos desses fundos sejam também estabelecidos por leis específicas, alguns são criados por leis fiscais gerais (orçamentárias ou de responsabilidade fiscal) e outros pela lei do banco central.

As leis constitutivas, as leis das empresas e as leis de orçamento sob as quais os Fundos Soberanos são criados são divulgadas publicamente. Aqueles que existem na forma de entidade jurídica separada dos bancos centrais também publicam seu estatuto de incorporação. Já os fundos constituídos como conjuntos de ativos, publicam o acordo de gestão entre o Ministério das Finanças e o Banco Central.

De acordo com Patrícia N. Rinaldi⁹², os FSRs podem ser controlados e gerenciados direta ou indiretamente pelo Estado, a depender do grau de independência ou separação da entidade jurídica acima mencionada. Os fundos em que o controle estatal é apenas indireto, “são gerenciados por meio de uma estrutura separada, com total autonomia de decisão, que por sua vez é controlada pelo Estado apenas pelas regras de uma lei pública de constituição do fundo”. Nesse caso, cabe ao Estado proprietário do fundo apontar as diretrizes, enquanto que as decisões de investimento, alocação de portfólio e tomada de risco são tomadas pelos quadros executivos do FSR em si. Segundo Patrícia, o gerenciamento por estrutura própria implica em maior profissionalização das atividades do fundo, uma vez que quadros específicos são criados para isso, o que torna, inclusive, mais sólida a própria continuidade dos FSR.

Um relatório do Fundo Monetário Internacional de 2008⁹³, que trata das práticas operacionais e institucionais adotadas pelos FSRs, elaborado em conjunto com o IWG, indica que a maior parte dos fundos foi instituída como entidade jurídica separada do Estado ou do Banco Central. São criadas com personalidade jurídica definidas em sua lei constitutiva e ou configuram-se como sociedade privada estabelecida ao abrigo do direito das sociedades. Os fundos soberanos incluso nesta última categoria são normalmente controlados pelo

⁹² RINALDI, Patrícia Nogueira. *Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização econômica*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. 2010. P. 75.

⁹³ IWG. Sovereign wealth funds: current institutional and operational practices. Sept. 2008. p. 5 -6

Ministério das Finanças e geridos operacionalmente pelo Banco Central ou por uma agência de gestão legal.

1.2.4. Princípios de Santiago e as preocupações globais

Do ponto de vista do mercado financeiro internacional, portanto privado, os FSRs podem facilitar a alocação eficiente dos excedentes das receitas de *commodities* entre países e aumentar a liquidez do mercado, inclusive nos momentos de crise financeira global. A aplicação financeira das receitas vinculadas aos FSRs, regra geral, seguem a lógica privada, o que facilita sua aplicação em detrimento das restrições usualmente vinculadas à administração pública.

Por outro lado, além da expectativa do mercado pelo crescimento do número de FSRs e o aumento exponencial de transferência de reserva de divisas a eles, o acelerado crescimento dos investimentos é encarado com certa preocupação tanto pelo mercado quanto pelos Estados. Questiona-se a adoção de estratégias de investimento cada vez mais agressivas e as expectativas de retorno de investimento, além da expansão do papel dos governos nas indústrias e mercados internacionais, pois os investimentos podem ser afetados por objetivos políticos. Quando o investidor é o Estado, corre-se o risco de que as decisões de investimento tenham como finalidade prejudicar um Estado vizinho e não obter lucro. Ou, visto de outra forma: sendo o Estado o investidor, ele não visará apenas o lucro, mas fomentar atividades responsáveis social e ambientalmente.

Dessa forma, pode-se afirmar que se por um lado a expansão dos FSRs cria grandes expectativas econômicas e políticas por parte dos países beneficiários – ou com expectativa de receber tais investimentos –, por outro, muitos enxergam com desconfiança o excesso de dinheiro público nas mãos dos bancos, de investidores privados e do governo. Há uma questão geopolítica latente com as motivações dos governos ao realizar investimentos em outros países, além dos possíveis impactos nos mercados e a integridade dos processos governamentais para tomada de decisão de investimento.

Nesse contexto, conflitos de interesses entre países detentores de Fundos Soberanos e países beneficiários dos investimentos tornaram-se realidade. Um exemplo foi o

desconforto causado pelas tentativas de compra dos portos americanos pela *Dubai Ports World*, em 2006⁹⁴. Muitos questionaram a racionalidade e as motivações por trás da transferência de propriedades ou atividades econômicas estratégicas a empresas controladas por governos estrangeiros ou fundos de investimentos.

Há também preocupação em relação a como o crescimento dos fundos se relaciona com a formulação de política doméstica de seus países de origem, e como seus investimentos afetam os países beneficiários com mercados pouco estruturados ou superficiais, mais frágeis às mudanças do mercado. Ao mesmo tempo, países com fundos soberanos estão preocupados com restrições protecionistas sobre seus investimentos, o que poderia dificultar o fluxo internacional de capital.

Em 2009 o *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*, grupo formado pelos 26 principais países proprietário de FSRs, se reuniu com a finalidade de iniciar um processo de análise das principais práticas dos fundos e assim propor princípios e práticas desejáveis necessários ao bom funcionamento, governança institucional e gestão de risco dos FSRs. Na ocasião, o IWF criou um conjunto de Princípios e Práticas conhecidos como Princípios de Santiago.

Na sequência, com a *Declaração do Kuwait* em 2009, o grupo de trabalho acima referido tornou-se o *International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)*, uma organização voluntária global formada por FSRs com o objetivo de “fortalecer a comunidade através do diálogo, pesquisa e auto-avaliação”⁹⁵ e ajudar os seus membros a implementar os Princípios. Vale mencionar que o processo de formação tanto do IWF quanto do IFSWF foi facilitado e coordenado pelo FMI.

⁹⁴ Em 2006, a reação política negativa nos Estados Unidos fez a empresa estatal Dubai Ports World desistir de assumir as operações norte-americanas da Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), operadora de portos inglesa comprada pela empresa dos Emirados Árabes Unidos.

⁹⁵ Tradução da autora. Site do IFSWF: <http://www.ifswf.org/about-us> Último acesso em: 01 dez. 2016.

Atualmente, o IFSWF conta com 30 FSRs membros pertencentes a 28⁹⁶ países. Isto é, um terço de todos os fundos soberanos que administram aproximadamente 80% de todos os ativos de FSR. A condição para tornar-se membro é a adoção dos Princípios de Santiago. Dos fundos analisados neste trabalho, apenas o *Government Pension Fund – Global*, da Noruega, não se associou ao grupo.

Os Princípios de Santiago dividem-se em 24 princípios, com a finalidade de conduzir a construção de um ambiente de investimento transparente, estável e confiável. Visam a cobrir os principais aspectos relacionados ao funcionamento de um FSR, quais sejam: enquadramento legal, objetivos e coordenação de políticas macroeconômicas; enquadramento institucional e estrutura de governança; e investimento e gestão de riscos.

O Fórum Internacional de fundos soberanos foi criado em abril de 2009 pelo GTI (Grupo de Trabalho Internacional sobre os fundos soberanos), que reúne representantes dos principais fundos soberanos do mundo, a fim de compartilhar e trocar opiniões sobre questões relevantes, facilitar a compreensão das suas atividades e os "Princípios de Santiago".

De acordo com os termos de referência, o Fórum é uma plataforma para a troca de ideias e opiniões entre os FSRs e outras partes interessadas. Os tópicos abordados incluem, entre outros, tendências e novos desenvolvimentos relacionados com as suas atividades, gestão de risco, os regimes de investimento, condições de mercado e institucional que afetam as operações de investimentos e suas interações com o ambiente financeiro e econômico. Compartilham pontos de vista sobre a implementação dos "Princípios de Santiago", incluindo questões operacionais e técnicas; apoiam a cooperação com os países beneficiários de investimento, organizações internacionais e operadores de mercado para identificar potenciais riscos que podem afetar os investimentos entre os países e incentivar o ambiente de investimento, sem discriminação, que seja construtivo e mutuamente benéfico.

O IWG chegou a um acordo sobre o GAPP em Santiago, Chile, em 22 de setembro de 2008 – denominado de "Princípios de Santiago" – e apresentado ao Comitê Internacional

⁹⁶ Angola, Azerbaijão, Austrália, Botswana, Canadá, Chile, China, Iran, Irlanda, Itália, Cazaquistão, Kwait, Líbia, Malásia, México, Qatar, República da Coreia, Rússia, Ruanda, Singapura, Palestina, Timor-Leste, Trinidad e Tobago, Emirados Árabes Unidos e Estados Unidos da América.

Monetário e Financeiro Internacional, órgão consultivo da política do FMI em outubro de 2008, em Washington DC.

O Grupo de Trabalho foi criado para demonstrar aos países que recebem investimentos, que estes são realizados a partir de critérios estritamente econômicos e financeiros. Por essa razão, em 2008, o IWG desenvolveu um conjunto de Princípios e Práticas que são baseados nos seguintes objetivos:

Ajudar a manter a estabilidade do sistema financeiro global, a livre circulação de capitais e de investimento; cumprir todas as exigências regulatórias e de divulgação nos países onde investem; investir com base em critérios econômicos e financeiros e em considerações de risco e retorno; e ter uma governança corporativa transparente para fornecer controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas.

1.2.4.1. Aspectos legais

Sobre a estrutura legal, estão previstas diretrizes relacionadas às estruturas legais essenciais que um Fundo Soberano de Riqueza deve apresentar. Nesse sentido, indica que o fundo deve estar previsto ou claramente autorizado por leis nacionais e seu arcabouço legal deve incluir um mandato claro para o gestor que irá investir os ativos e conduzir as transações.

Princípio 1: O marco legal do FSR deve se assentar sobre bases sólidas e propiciar uma operação eficaz e a consecução dos objetivos declarados.

Subprincípio 1.1: O marco legal do FSR deve garantir a solidez jurídica do FSR e suas operações.

Subprincípio 1.2: As características fundamentais da base e estrutura jurídica do FSR, além da relação legal entre o FSR, outros fundos e órgãos do Estado, deve ser divulgado publicamente.

Princípio 2: O objetivo da política do FSR deve ser definido com clareza e ser divulgado publicamente.

Ainda, é essencial que as regras referentes ao fundo estejam em consonância com todas as leis e regulamentos dos países receptores ou beneficiários dos seus investimentos. Nesse sentido, conforme o princípio 15⁹⁷, o fundo deve suportar todas as leis de segurança

⁹⁷ “Princípio 15: As operações e atividades do FSR nos países receptores devem cumprir com todos os requisitos regulatórios e de informação aplicáveis aos países que operam”.

nacionais, incluindo requisitos de divulgação e normas de integridade do mercado em relação a manipulação de mercado e tráfico de influência; divulgar para reguladores locais, sob requisição e de forma confidencial, as informações financeiras e não-financeiras conforme requerido pelas leis e pela regulação aplicáveis e, onde requisitado por lei ou regulação aplicáveis, ser submetido aos reguladores locais e cooperar com investigações de ações regulatórias iniciadas por agentes locais ou outras autoridades relevantes, bem como suportar qualquer norma antimonopólio e estar de acordo com todas as normas tributárias.

1.2.4.2. Transparência, governança e fiscalização

Nota-se que os Princípios de Santiago têm como principais enfoques a implementação de uma base independente que assegure que as decisões de investimento e operações sejam fundamentadas em considerações econômicas e financeiras consistentes com sua política de investimentos e objetivos, com liberdade em relação a influências ou interferências de ordem política. Para tanto, há um claro enfoque no estabelecimento de uma estrutura de governança sólida e transparente que prevê controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas.

Nesse sentido, os princípios 6 a 10 tratam de temas relacionados à governança e fiscalização do FSR, reforçando a necessidade de uma estrutura de governança sólida, separação de funções e responsabilidades que facilitem o rendimento de contas e a independência operativa da gestão do fundo para a consecução dos objetivos fixados pelo país proprietário⁹⁸.

A autoridade responsável pela administração do FSR, seu mandato e as competências adequadas para levar a cabo suas funções, devem ser claramente definidas. Entre as competências da autoridade, devem estar a decisão acerca de como implementar as estratégias de investimento, a capacidade de delegação de responsabilidades e criação de

⁹⁸ “Princípios 7: O proprietário deve fixar os objetivos do FSR, designar os membros que integram os órgãos de governo de acordo com os procedimentos bem definidos e fiscalizar as operações do fundo soberano”.

comitês conforme necessário e a escolha dos gestores do FSR nos casos em que o fundo seja uma entidade legal independente⁹⁹.

No que diz respeito ao acesso à informação, os Princípios de Santiago consideram requisito essencial para uma governança efetiva. Desenvolver métodos apropriados de avaliação facilita o monitoramento dos países ou órgãos do governo sobre o desempenho da gestão do fundo, bem como a possibilidade em atingir seus objetivos. Nesse sentido, os princípios 10 e 11 dispõem:

Princípio 10: O marco de *accountability* para as operações do FSR devem ser claramente definidos na legislação, estatutos, outros documentos constitutivos ou contratos de gestão relevantes.

Princípio 11: Devem ser preparados um informe anual e acompanhamento do estado financeiro das operações e do rendimento do FSR nos prazos estabelecidos, e em conformidade com as normas de contabilidade internacionais ou nacionais reconhecidas de forma uniforme.

Já os Princípios 12 e 13¹⁰⁰ determinam a implementação de um sistema de auditoria interno, que deve ser independente da gestão operacional do FSR e resultar em relatórios periódicos, que devem ser apresentados ao proprietário ou ao órgão do governo. As demonstrações financeiras devem ser objeto de auditoria externa anual e independente, de acordo com padrões internacionais ou nacionais equivalentes.

No que diz respeito à contabilidade e ao controle dos investimentos dos FSRs, as melhores práticas indicam que as receitas do fundo não devem se confundir com as receitas do orçamento público, isto é, as finanças dos fundos soberanos devem ser separadas das finanças dos governos:

Princípio 4: Devem ser estabelecidas políticas, regras, procedimentos ou mecanismos claros em relação ao enfoque geral do FSR a respeito das operações de financiamento, retirada e gasto, e essas devem ser divulgadas publicamente.

⁹⁹ “Princípio 8: Os órgãos do governo devem velar pelos interesses do FSR e ter um mandato definido, além de autoridade e competência adequadas para levar a cabo suas funções. Princípio 9: A gerência operativa do FSR deve executar as estratégias do fundo de maneira independente e em conformidade com as responsabilidades claramente definidas.”

¹⁰⁰ Princípio 12: As operações e as demonstrações financeiras do FSR devem ser auditados anualmente em conformidade com as normas de auditoria nacionais ou internacionais reconhecidas de maneira uniforme. Princípio 13: Normas profissionais e éticas devem ser claramente definidos e informados aos membros dos órgãos do governo, à direção e aos profissionais do FSR.

Subprincípio 4.1: A fonte de financiamento do FSR deve ser divulgada publicamente.

Subprincípio 4.2: A política geral de retiradas do FSR e o gasto por conta do Estado devem ser divulgados publicamente.

Dessa forma, quando necessário, a utilização de receitas de um FSR em despesas públicas deverá ser realizada através de retirada de valores para o orçamento público nacional, cujos gastos são realizados de acordo com as prioridades nacionais. Um fundo não deve ser responsabilizado pelo pagamento direto de despesas.

1.2.4.3. Investimentos e gestão de riscos

Na lógica de garantia da transparência, os princípios de Santiago partem do pressuposto de que uma política clara facilita a formulação da estratégia de investimentos mais apropriada, baseada em objetivos econômicos e financeiros e assegura que os investimentos do FSR não serão feitos com a intenção ou obrigação de preencher uma agenda geopolítica do governo, direta ou indiretamente. Nesse sentido, o Princípio 14 determina que “a relação com terceiros a fins de administração operacional do FSR deve ser sustentada em bases econômicas e financeiras e regida por regras e procedimentos claros”.

Orientações no sentido de garantir estabilidade aos mercados financeiros, além de confiança e imparcialidade política na escolha de como investir são reiteradas das mais diversas formas e aspectos, seja na reiterada determinação por transparência, seja na reiterada exigência de clareza e objetividade. Nesse sentido, se destacam os seguintes princípios:

Princípio 16: O marco e os objetivos de governo, assim como a forma na qual a direção do FSR é operativamente independente do proprietário, devem ser divulgadas publicamente.

Princípio 17: Deve ser divulgada publicamente informação financeira pertinente do FSR para demonstrar sua orientação econômica e financeira a fim de contribuir à estabilidade dos mercados financeiros internacionais e aumentar a confiança nos países receptores. Princípio 20: O FSR não deve tirar proveito de informação privilegiada ou influências indevidas do Estado ao competir com entidades do setor privado.

Se as decisões de investimento estão sujeitas a outras considerações fora das econômico-financeiras, essas devem ser expostas claramente na política de investimentos e

ser divulgadas publicamente. Alguns fundos podem excluir certos investimentos por diferentes razões, incluindo sanções internacionais vinculativas ou razões de origem social, ética ou religiosa.

A fim de afastar preocupações acerca de objetivos não-econômicos ou não-financeiros, o FSR deve divulgar *ex ante* como e quando são exercidos o direito a voto¹⁰¹.

Quanto aos níveis de risco dos investimentos, os princípios de Santiago não limitam as estratégias dos investimentos, apenas determinam, conforme consta em seu princípio 18, que a política de investimento deve estar de acordo com os objetivos definidos e com a tolerância ao risco estabelecidos pelo proprietário ou por órgãos do governo.

Não obstante tal liberdade, a estratégia deve ser regida por princípios prudentes de gestão de carteira. As políticas de investimento devem “definir em que medida se prevê empregar gestores de investimento internos e/ou externos, o alcance de suas atividades e faculdades e o processo mediante o qual serão selecionados e terão seu desempenho supervisionado”¹⁰² bem como deve ser divulgada publicamente

Conforme dispõe o Princípio 22, o FSR “deve contar com um marco que identifique, avalie e faça a gestão dos riscos de suas operações”. Nesse sentido, os riscos de um FSR em relação a suas operações de investimento podem ser classificados em quatro categorias amplas: financeiro, operacional, regulatório e reputacional.

Os principais riscos financeiros são riscos de mercado, crédito e liquidação. Os riscos operacionais incluem risco de pessoal, processual, tecnológico e legal. Os riscos regulatórios derivam de mudanças nas normas aplicáveis à operação do FSR ou por mudanças na aplicação das diferentes normas. Por fim, os riscos reputacionais são a publicidade negativa

¹⁰¹ Princípio 21: Os FSRs consideram que os direitos de propriedade dos acionistas constituem um elemento fundamental do valor de seus investimentos patrimoniais. Se um fundo soberano decide exercer seus direitos de propriedade, deve fazê-lo de uma maneira que seja congruente com sua política de investimentos e que proteja o valor financeiro de seus investimentos. O FSR deve divulgar publicamente seu sistema geral de votação em relação aos títulos de empresas cotizadas, incluindo os fatores chave que regem o exercício de tais direitos.

¹⁰² Princípio 18, subitem 18.2.

em relação ao FSR, já que práticas de negócio podem causar declínio nos retornos de investimento, litigância etc.

Ainda, sobre os riscos de investimento, destacam-se os seguintes princípios:

Subprincípio 22.1: O marco de gestão do risco deve incluir informação confiável e sistemas de informação oportunos que permitam um seguimento e uma gestão adequada dos riscos pertinentes dentro de parâmetros e níveis aceitáveis, mecanismos de controle e incentivo, códigos de conduta, planificação de continuidade das operações e uma função de auditoria independente.

Subprincípio 22.2: Deve ser divulgado publicamente o enfoque geral do marco de gestão do risco do fundo soberano.

Princípio 23: A rentabilidade (absoluta e relativa à índices de referência, se houverem) dos ativos e do investimento do FSR deve ser medida e informada ao proprietário segundo os princípios ou normas claramente definidos.

Em resumo, os Princípios de Santiago devem ser objeto de leis nacionais, regulações, requisitos e obrigações que se baseiam nos seguintes objetivos:

- a) Ajudar a manter um sistema financeiro estável a nível global e um fluxo livre do capital e do investimento;
- b) Cumprir com todas as exigências regulamentares e em matéria de informações nos países onde se investe;
- c) Investir com base nos riscos econômicos e financeiros e nos aspectos relacionados com os rendimentos;
- d) Estabelecer uma estrutura de governança sólida e transparente que prevê controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas.

Ante o exposto, concluímos que a exploração de recursos naturais não renováveis, especialmente os de origem mineral, enseja uma série de desafios e oportunidades para o Estado. A atividade extrativista, especialmente em períodos de alta de preços, é uma fonte vultuosa de receita para os governos, contudo oferece o risco de desequilíbrios setoriais e macroeconômicos significativos, como mostram os países que sofreram com um ou mais efeitos da *Maldição dos Recursos*. A resolução de tais problemas não é trivial.

Nesse sentido, os Fundos Soberanos de Riqueza, caracterizados principalmente pela propriedade estatal e a consequente origem pública das receitas que os constituem, podem

ser mecanismos importantes de suavização dos efeitos potencialmente negativos, além de um mecanismo de correção intergeracional dos ganhos auferidos pelos governos.

Os Princípios de Santiago, discutidos acima, são fruto da longa e diversa experiência dos FSRs ao longo, principalmente, da segunda metade do século passado em diante, experiência cuja análise, que realizaremos para casos selecionados a seguir, é fundamental para a compreensão dos fatores determinantes do desempenho dos Fundos.

2. FUNDOS SOBERANOS – EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

2.1. Critérios de seleção

Considerando que a análise aprofundada de todos os Fundos Soberanos em atividade não seria uma empreitada viável e conveniente para os limites desta pesquisa, optou-se por selecionar cinco dos 27 fundos soberanos de recursos naturais, de forma que representem a maior diversidade possível entre eles e os seus países proprietários.

O primeiro critério foi a disponibilidade e confiabilidade das informações oficiais sobre cada fundo. Como parâmetro de verificação inicial sobre a quantidade e qualidade das informações divulgadas por cada Fundo, foi utilizado o *Linaburg-Maduell Transparency Index*, projeto desenvolvido no *Sovereign Wealth Fund Institute* por *Carl Linaburg and Michael Manduell*¹⁰³, que mede a transparência das informações disponíveis com base em dez requisitos, atribuindo um ponto para cada, são eles:

- a) Histórico, incluindo motivos para criação, origem dos recursos e estrutura governamental à qual se insere;
- b) Relatórios anuais auditados com todos os investimentos realizados e resultados alcançados;
- c) Informações sobre participação adquirida no capital das empresas investidas e localização geográfica desses investimentos;
- d) Informações de valores atualizados dos investimentos, resultados gerenciais e custos incorridos;
- e) Previsões para novos investimentos e estratégias adotadas;
- f) Informações claras sobre quais são seus objetivos de longo prazo;
- g) Informação, se aplicável, de suas subsidiárias e responsáveis pela gestão do fundo;
- h) Informação, se aplicável, de terceiros que prestem serviço de gestão;
- i) Sítio eletrônico do próprio fundo;

¹⁰³ Os parâmetros para atribuição de notas que compõem o valor final podem ser encontrados no sítio do SWFI: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

j) Informação de endereço e pessoas para contato.

As notas são atribuídas entre 01 e 10 (01 para menos transparente e 10 para mais transparente). De acordo com o padrão estipulado pelo projeto, um FSR deve ter o mínimo de 8 (oito) pontos para que a transparência seja considerada minimamente adequada. Todos os fundos escolhidos possuem notas entre 9-10, com exceção do fundo de Botswana (nota 6), incluído na amostra em razão da importância de suas outras características para o enriquecimento da pesquisa, adiante referidas.

O segundo critério de escolha foi origem das receitas. Todos os fundos têm como origem de receita a produção e comercialização de *commodities* de origem mineral, petróleo ou gás. A escolha se justifica, dado o objeto de estudo deste trabalho. Embora o foco principal seja nas receitas decorrentes da exploração petrolífera, a produção de outros bens minerais reúne características semelhantes que permitem a comparação – como é o caso do referido *Paradoxo* (item 1.1.3).

O terceiro critério foi a localização geográfica do país proprietário. Buscou-se a maior diversidade geográfica possível, para evitar que todos os fundos analisados pertencessem a uma única região do mundo. A exceção eleita (utilização de dois fundos localizados na América do Norte) se justifica pela particularidade de ambos pertencerem a entes subnacionais – critério cuja relevância será ressaltada adiante.

O quarto critério foi a posição no ranking do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH),¹⁰⁴ indicador desenvolvido pelas Nações Unidas com o objetivo de medir o grau de desenvolvimento econômico e a qualidade de vida oferecida à população de cada país. Avalia-se necessária a heterogeneidade socioeconômica dos países que sediam os fundos pesquisados, uma vez que o nível de desenvolvimento econômico e social guarda relação com a estrutura institucional de cada lugar, bem como com as necessidades prioritárias de cada qual, o que reflete diretamente nos objetivos e finalidades de um Fundo Soberano de

¹⁰⁴ Índice de Desenvolvimento Humano, 2013. Ranking das Nações Unidas. Disponível em: <<http://hdr.undp.org/en/content/table-1-human-development-index-and-its-components>>. Último acesso em: 20 jun. 2015.

Riqueza. Assim, analisamos entes bastante desenvolvidos, países emergentes e países muito pobres no quesito desenvolvimento humano:

- a) Noruega: 0,944 - 1º Lugar
- b) Alaska (EUA): 0,914 - 5º Lugar
- c) Alberta (Canadá): 0,902 - 8º Lugar.
- d) Chile: 0,822 - 41º Lugar.
- e) Botswana: 0,683 – 109º Lugar

Também foi levado em conta o tempo de existência (data de criação) do Fundo, para que possamos comparar fundos com tempo de existência semelhante e verificar a diferença de desenvolvimento entre eles. Temos então os fundos do Alaska e de Alberta em um grupo, Botswana e Noruega em outro, e Chile, que apesar de não ter um par comparativo, é o fundo mais recente entre os cinco pesquisados e está mais próximo do Brasil em tempo e localização geográfica:

- a) Alaska (EUA): 1976.
- b) Alberta (Canadá): 1976.
- c) Noruega: 1990.
- d) Botswana: 1994.
- e) Chile: 2007.

Os valores de cada um dos fundos pesquisados (valor em bilhões de dólares)¹⁰⁵ foi utilizado ainda como critério de seleção, pois, apesar de não ser um aspecto, por si só, definidor do sucesso alcançado, se analisado em conjunto com outras informações (por exemplo, o tempo de existência), poderá evidenciar progressos ou retrocessos. Não se pretendeu analisar apenas os fundos que tenham alcançado relativo sucesso, mas também examinar os pontos onde houver, eventualmente, falhas cometidas:

- a) Noruega: \$882 bilhões.

¹⁰⁵ Valor segundo o ranking do Sovereign Wealth Fund Institute no dia 20/06/2015. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> Último acesso em: 20 jun. 2015.

- b) Alaska (EUA): \$53,9 bilhões.
- c) Alberta (Canadá): \$17,5 bilhões.
- d) Chile: \$ 15,2 bilhões.
- e) Botswana: \$5,7 bilhões.

A diferença de níveis federativos em relação ao ente que sedia o fundo é considerada importante para o incremento da pesquisa, uma vez que pode ser representativo quanto a relevância das receitas de petróleo para o ente, especialmente no balanço entre receitas decorrentes de recursos naturais não renováveis e receitas totais, e ainda no acesso às ferramentas de combate aos males econômicos, especialmente de cunho cambial e monetário – visando a permitir uma análise de situações diferentes.

- a) Noruega: nacional.
- b) Alaska (EUA): subnacional.
- c) Alberta (Canadá): subnacional.
- d) Chile: nacional.
- e) Botswana: nacional.

A heterogeneidade do ambiente econômico, social e institucional em que cada fundo foi desenvolvido é de suma importância para a análise que se pretende. Investigar a evolução de cada um deles, em contextos diversos, é o que se procura alcançar com a utilização dos critérios acima listados.

É certo que a diferença de realidade entre os países que sediam cada Fundo, em termos geográficos, econômicos, sociais e políticos, não permite a importação integral de qualquer um desses modelos ao Brasil. Nada obstante, a heterogeneidade de experiências pode fornecer lições relevantes sobre o desenho jurídico-institucional apto a lidar com a realidade brasileira.

Cabe desde já notar que o Fundo Brasileiro, FSB, assim se coloca dentre os critérios acima anunciados:

- a) Índice de Transparência: o Fundo Social ainda não está qualificado
- b) Origem das receitas: exploração de petróleo e gás

- c) Critério geográfico: América do Sul
- d) Diversidade social e econômica (IDH): 79º (0.744)
- e) Tempo de existência (data de criação): criado em 2010
- f) Nível de governo: nacional

Estabelecidos os critérios de eleição, passa-se à análise individualizada dos elementos de cada um dos Fundos escolhidos.

2.2. Government Pension Fund – Global (GPF) da Noruega

Antes de iniciar a análise sobre a criação de fundos governamentais compostos por receitas decorrentes da exploração de petróleo é necessário verificar o regime e a titularidade da exploração de petróleo em cada país (ou ente federativo a que pertença o recurso, se for o caso), uma vez que são determinantes para o entendimento da geração e gerenciamento das receitas de sua exploração. Nesse mesmo sentido, é essencial compreender a realidade socioeconômica do país em questão e a relação do recurso natural com seu desenvolvimento.

Com o processo de industrialização iniciado no século XIX e um histórico de sucesso na exploração de recursos hídricos para geração de eletricidade, a Noruega só passou a ser grande exploradora de petróleo e gás na década de 1970, atingindo seu pico de exploração no ano de 2000.

Em 1971, quando foi iniciada a exploração do primeiro poço norueguês, o PIB do país era de 14.583 bilhões de dólares¹⁰⁶ e a receita oriunda da exploração de recursos naturais correspondia a 0,16% do PIB¹⁰⁷. Já no ano de 2000, o PIB atingiu o valor de 171.316

¹⁰⁶ BANCO MUNDIAL. Norway GDP (US\$), 1960-29=015. World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD?locations=NO> Último acesso em: 01 dez. 2016.

¹⁰⁷ *Idem*, Norway Total natural resources rents (% of GDP). *Idem*. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.TOTL.RT.ZS?locations=NO> Último acesso em: 01 dez. 2016.

bilhões¹⁰⁸ e a exploração de recursos naturais representou 19,21%¹⁰⁹ do PIB nacional, sendo que só a atividade petrolífera correspondia a 15,68%¹¹⁰.

Organizado politicamente como monarquia constitucional, o país é considerado um dos mais desenvolvidos do mundo de acordo com os índices socioeconômicos avaliados por organizações internacionais como a ONU, o Banco Mundial e a OECD¹¹¹. Com uma população de aproximadamente 5 milhões de habitantes (2015)¹¹², atingiu um PIB de 388.315 bilhões de dólares em 2015¹¹³ e se mantém na posição mais alta no ranking do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), 0,944 (2014). Ademais, outros fatores como PIB per capita (aproximadamente 74 mil dólares por ano em 2015)¹¹⁴ e a baixa desigualdade, representada pelo Índice Gini (25,9 em 2015)¹¹⁵, confirmam o elevado grau de desenvolvimento do país em questão.

A propriedade do petróleo da Noruega está prevista na Seção 1 (1.1) do Ato 71 de 29.11.1996,¹¹⁶ que trata do direito aos depósitos de petróleo na plataforma continental e da gestão dos recursos. Há expressa determinação de que o Estado norueguês é o detentor dos

¹⁰⁸ *Idem*, GDP Index. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹⁰⁹ *Idem*, Total natural resources rents (% of GDP). Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.TOTL.RT.ZS?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹⁰ *Idem*, Banco Mundial. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PETR.RT.ZS?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹¹ OECD *Economic Surveys Norway*, jan. 2016. Disponível em: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Norway-2016-overview.pdf> Último acesso em: 01 dez. 2016.

¹¹² BANCO MUNDIAL. Norway, population, total. World Bank Data: Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=NO>

¹¹³ *Idem*, Norway GDP (current US\$). Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹⁴ *Idem*, GDP per capita (current US\$). Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹⁵ Banco Mundial. Norway Gini Index. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?locations=NO> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹⁶ Section 1-1. The right to subsea petroleum deposits and resource management. The Norwegian State has the proprietary right to subsea petroleum deposits and the exclusive right to resource management.

direitos de propriedade sobre os depósitos submarinos (plataforma continental) de petróleo e do direito exclusivo de administrar esses recursos.

A exploração e produção podem ser concedidas a terceiros através de licença de exploração ou pelo próprio Estado, por meio da *STATOIL Petroleum AS*, estatal norueguesa. Só em 2014,¹¹⁷ a estatal produziu mais de 26.41 milhões de metros cúbicos de petróleo (1m³ = 6,289 barris de petróleo), de um total de 88.09 milhões produzidos na Noruega – 29.98% da produção nacional, portanto. Foi responsável também por 36.01 milhões de metros cúbicos de gás natural (33.09% da produção total do país). Seus dividendos foram responsáveis por 7,25% das receitas de recursos não renováveis do governo norueguês em 2014¹¹⁸. Em 2015, a exportação de petróleo e gás natural representou, aproximadamente, 40%¹¹⁹ do valor total de exportações do país naquele ano.

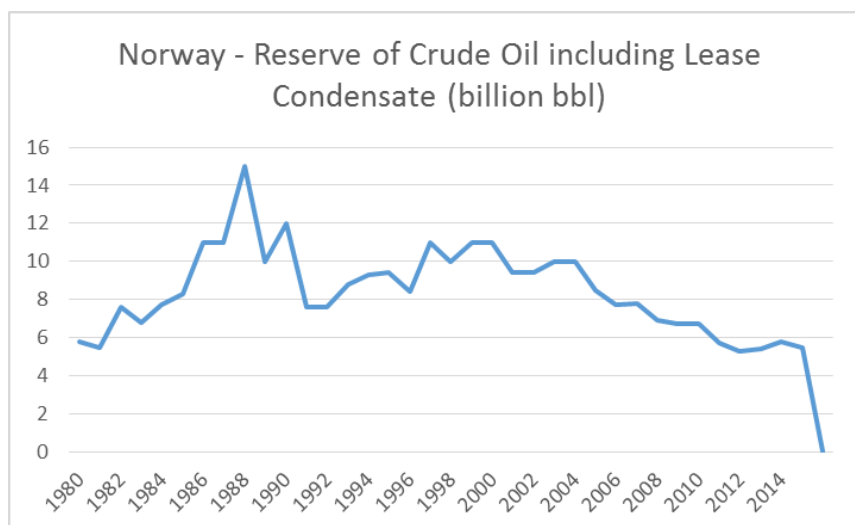
O primeiro poço de petróleo deste país, denominado *Ekofisk*, teve sua exploração e produção iniciada em 1971; subsequentemente houve a descoberta de grandes reservas no país. Nas décadas posteriores, o país passou a figurar como um dos grandes produtores de petróleo no mundo e em 1996 conseguiu alcançar a 7ª posição, mantendo-se por mais de uma década entre os dez maiores produtores e exportadores de petróleo. Nos últimos anos, a Noruega iniciou a natural trajetória de queda de suas reservas comprovadas de petróleo, resultando na sua queda de posição no ranking de produção. Em 2012 foi para 13º no ranking da *International Energy Statistics*:

¹¹⁷ Norsk Petroleum. Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/production/companies/statoil-petroleum-as/> Último acesso em: 01 jan. 2016.

¹¹⁸ Segundo dados do Ministério das Finanças. Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/> Acesso em: 01 mai 2015.

¹¹⁹ Norsk Petroleum. Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/production-and-exports/exports-of-oil-and-gas/> Último acesso em: 01 jan. 2016.

Gráfico 1 Reserva de Óleo Cru - Noruega



Fonte: Source: U.S. Energy Information Administration
Elaboração própria, maio/2015.

Observa-se que a preocupação norueguesa em relação à exploração de petróleo não se referiu apenas ao futuro esgotamento das reservas, o que já é previsto, mas aos efeitos da entrada maciça de recursos na economia do país, o legado a ser deixado para as próximas gerações e o financiamento de uma sociedade que está envelhecendo. Desse modo, em 1990 foi criado *The Petroleum Fund of Norway*, cujo nome foi alterado para *Government Pension Fund – Global* a partir de 2005. Esse fundo público é composto por receitas decorrentes da exploração de petróleo e seus rendimentos financeiros correspondentes, sendo considerado o maior fundo soberano do mundo em volume de recursos.

Curioso registrar que o sucesso do *Government Pension Fund – Global* foi precedido do fracasso de outro fundo criado em 1960, denominado *National Insurance Fund*, cujo propósito era aumentar a capacidade de investimento de longo prazo da Noruega, promovendo o crescimento sustentável da economia local.

Alguns autores explicam que a falta de sucesso se deve ao fato de que, no auge das políticas *keynesianas* dos anos 1970¹²⁰, o fundo deixou de receber os depósitos que lhe eram

¹²⁰ ALDCROFT, Derek Howard. *The European Economy 1914-2000*. 4ª edição. London (UK): Routledge, 2001. p. 152-156.

devidos, inviabilizando o acúmulo de recursos, prejudicando de forma significativa o retorno financeiro de investimentos que deixaram de ser realizados, chegando a ter taxas reais de retorno sobre investimento negativas durante a maior parte dos anos 1960, 70 e 80¹²¹. Os recursos eram utilizados em gastos públicos correntes, isto é, passaram a fazer parte do orçamento fiscal e foram empregados de forma imediatista. Einar Lei¹²², professor de *História Econômica* da Universidade de Oslo, descreve o cenário de gastos rápidos e ineficientes promovido pelo governo norueguês:

Apesar dos esforços para aprovar a legislação que reserva dinheiro para o futuro, a maior parte dos recursos foi gasto imediatamente. Alguns dos gastos beneficiaram a infraestrutura física e social: a Noruega reconstruíra desde um excelente sistema de estradas e pontes, até cuidados de saúde gratuitos e de ensino superior a todos os residentes. Mas outras despesas eram menos benéficas para o crescimento de longo prazo. Por exemplo, os salários mínimos foram definidos em patamares extremamente elevados, o que tornou uma série de atividades econômicas não competitivas nos mercados globais, e as indústrias subsidiadas. (...) Grande parte do financiamento para novos empreendimentos foi para amigos ou parentes de parlamentares, ou dos burocratas responsáveis pela respectiva atribuição dos fundos. Além disso, a política de gastar de forma agressiva receitas petrolíferas do governo da Noruega trouxe o caos para as finanças públicas e privadas, quando os preços do petróleo caíram em meados da década de 1980. As receitas de petróleo do governo caíram cerca de US \$ 11,2 bilhões em 1985, ou cerca de 20 por cento do produto interno bruto da Noruega \$ 2,4 bilhões em 1988.

¹²¹ “While efforts were made to enact legislation that set aside money for the future, most of the money was spent immediately. Some of the spending benefited physical and social infrastructure: Norway rebuilt its excellent system of roads and bridges and provided free health care and higher education to all residents. But other expenditures were less beneficial for long-term growth. For example, minimum wages were set extremely high, which rendered a number of economic sectors uncompetitive in global markets, and industries were subsidized. Much of the funding for industry was earmarked for dying sectors, such as ship building. This support allowed facilities to remain open for a few years more, but could not reverse the inexorable decline of such industries. Much of the funding for new ventures went to friends or relatives of parliamentarians or of the bureaucrats responsible for allocating the funds. Moreover, Norway's policy of aggressively spending the government's petroleum revenues brought chaos to public and private finances when oil prices plunged in the mid-1980s. The government's oil revenue dropped from about \$11.2 billion in 1985—or about 20 percent of Norway's gross domestic product—to \$2.4 billion in 1988. The resulting retrenchment of public spending and tightening of credit led numerous banks to fail, as well as bringing an unprecedented wave of bankruptcies by private citizens” LEI, Einar. *Learning By Failing: The Origins of the Norwegian Oil Fund*. 2013.

¹²² BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. *The investment strategies of sovereign wealth funds. The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No. 2 (Spring 2013), p. 219-237.

Apesar do insucesso, o fundo ainda existe, mas não é expressivo¹²³.

O cenário no final dos anos 1980 era difícil. A economia norueguesa encontrava-se em péssimo estado, com enormes desequilíbrios decorrentes do forte crescimento puxado por um *boom* de créditos e uma crise bancária que se aproximava, trazendo de volta ao debate os questionamentos sobre a utilização dos recursos decorrentes da exploração de petróleo.

Não tardou para que discussões sobre a criação de um Fundo Soberano surgissem, boa parte dos servidores do Ministério das Finanças era contra a criação de um fundo, dado o insucesso do *National Insurance Fund* e sua preocupação com usos políticos de curto prazo das verbas a ele destinadas. Debatia-se como evitar que a economia Norueguesa incorresse nos mesmos erros que a Holanda com a exploração de gás¹²⁴.

Foi nesse contexto que, em 1990, o *Petroleum Fund of Norway* foi criado, e todos os receios decorrentes da experiência anterior ficaram de alguma forma estabelecidos no novo Projeto de Lei¹²⁵.

O primeiro depósito no fundo ocorreu em 1996, e em 1998 o banco central Norueguês (*Norges Bank*), responsável pela gestão do fundo, criou o *Norges Bank Investment Management*, atual entidade gestora dos ativos do fundo.

O *Government Pension Fund - Global (GPFG)* integra, junto com o *National Insurance Fund*, o *The Government Pension Fund of Norway*¹²⁶ e figura hoje como o maior

¹²³ O *National Insurance Fund* é o atual *Government Pension Fund - Norway*. Não recebe recursos e só reinveste o que já existe em conta. Ao final de 2013, correspondia à 3,36% do *Government Pension Fund - Global*, segundo informações do governo norueguês. Disponível em: <http://www.folketrygdfondet.no/the-government-pension-fund-norway/category398.html> Acesso em: 20 mai. 2015.

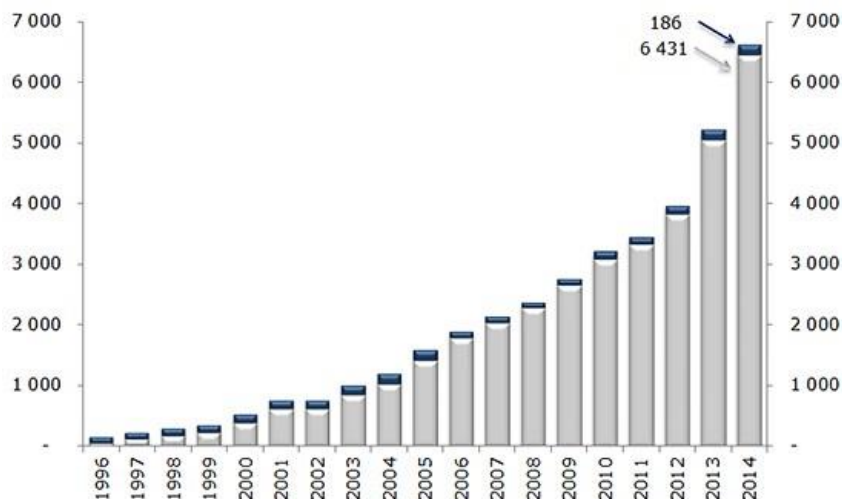
¹²⁴ LEI, Einar. *Learning By Failing: The Origins of the Norwegian Oil Fund*. 2013; “The Norwegian economy was in a parlous state in 1989/90, with huge imbalances in the economy on the back of a strong credit-driven boom in the middle of the decade, and a looming bank crisis. Experience over the previous 15 years had also indicated that Norway had been in a position to spend large amounts of oil revenue domestically, even though the macroeconomic consequences had been unfavorable. In the first half of the 1970s, there was extensive debate about how Norway could avoid going the same way as the Dutch, but this did not dominate subsequent developments”.

¹²⁵ All of the civil service’s misgivings from 1984-86 were written into the new bill.

¹²⁶ Na prática, os fundos são independentes, de responsabilidade do Ministério das Finanças, seus recursos são depositados em contas diferentes e geridos por órgãos diferentes.

Fundo Soberano de Riqueza do mundo, avaliado em outubro de 2016 em aproximadamente US\$ 880 bilhões:

Gráfico 2 GPFG - Valor de Mercado (NOK billion)



Fonte: Norges Bank and Folketrygdfondet. Último acesso em 24.05.2015

2.2.1. Arcabouço legal

A instituição do GPFG se deu através da edição do *Government Petroleum Fund Act* (Act 36 de junho /1990) pelo parlamento norueguês, também conhecido como *Storting*, que determinou a abertura de uma conta junto ao Banco Central norueguês para o depósito das Receitas de petróleo, estabelecendo nela um Fundo Soberano de Riqueza, cuja responsabilidade ficou à cargo do Ministério das Finanças.

O fundo não possui natureza jurídica própria, como outros fundos soberanos, mas limita-se a ser uma Conta Corrente onde são depositados os recursos, sem afetação legal, o que implica falta de limitações formais ao uso das receitas lá depositadas. Isso não significa que regras e diretrizes para a administração dos recursos não existam, mas apenas que estão suscetíveis a modificações a qualquer tempo – sem ter que enfrentar um processo legislativo –, despertando dúvidas sobre quão protegidos os recursos estariam de possíveis *políticas de ocasião*.

Na prática, o que se observa é a execução fidedigna das diretrizes de uso dos recursos de acordo com a sua finalidade original, as quais foram estabelecidas de forma esparsa, por

meio de recomendações enviadas pelo Ministério das Finanças e aprovadas pelo parlamento ou pelo Conselho de Estado¹²⁷. A alteração mais significativa das diretrizes sobre os limites de uso dos recursos decorrentes da exploração de petróleo ocorreu em 2001, com a decisão do parlamento norueguês de instituir a chamada *Budgetary Rule*¹²⁸ (regra fiscal, em tradução livre), que determina que somente a taxa esperada de retorno real sobre o investimento deve ser transferida anualmente para o orçamento do governo, enquanto valores extraordinários serão reinvestidos no fundo. Isso assegura que o fundo não irá perder valor ao longo dos anos, tendo em vista que são gastos somente os recursos referentes ao retorno do capital investido (receita de investimentos) e não o montante principal. A taxa de retorno real esperada no longo prazo é estimada em 4% ao ano.

O principal objetivo do fundo¹²⁹ é subsidiar o Estado para os gastos com pensões de uma população que está envelhecendo¹³⁰, embora até o momento nenhum recurso tenha sido utilizado para financiamento de pensão, nem exista uma definição de como e quando serão utilizados¹³¹, essa é uma decisão que cabe ao Parlamento norueguês e deverá ser devidamente regulamentada.

Além de fortalecer a poupança do governo para financiar os crescentes gastos com previdência pública, seu propósito é dar sustentação a políticas de longo prazo no uso de receitas governamentais de petróleo.

¹²⁷ BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006. p. 67.

¹²⁸ A *Budgetary Rule* pode ser encontrada em: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/red/2005/0013/ddd/pdfv/260472-pmk_rapág.pdf Último acesso em: 15 mar. 2015.

¹²⁹ Todas as informações encontradas sobre os objetivos do fundo são provenientes de artigos acadêmicos e do site do NBIM, não foram encontrados textos legislativos ou decretos oficiais a este respeito.

¹³⁰ Um gráfico com a evolução da pirâmide etária norueguesa, de autoria do *Statistics Norway* (órgão oficial de estatísticas ligado ao Ministério das Finanças) Disponível em: <https://www.ssb.no/en/befolkning/statistikker/folkemengde/image/218947.png?encoded=2f66666666666678302f35382f29303136286874646977656c616373&ts=14b9c3a6680> Último acesso em: 11 fev. 2015.

¹³¹ Disponível em: <http://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>. Último acesso em: 11 fev. 2015

Pode-se dizer, em resumo, que o fundo norueguês foi criado para estabilizar o fluxo de receitas de petróleo e poupar recursos para gerações futuras, sem uma predeterminação de como a poupança será utilizada. É prioritariamente um fundo de acúmulo, embora tenha características de fundo de estabilização – equilibrar a injeção de recursos na economia para protegê-la de flutuações nas receitas de petróleo em decorrência de variações do preço das *commodities*.¹³²

2.2.2. Fonte de financiamento e composição de receitas

Os recursos do GPFNG são compostos por todas as receitas líquidas¹³³ da exploração de petróleo da Noruega e dos rendimentos resultantes dos investimentos desses recursos, subtraídos os recursos transferidos ao Orçamento Fiscal da Noruega. São consideradas como receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás as seguintes¹³⁴:

¹³² “The key principle, which has held to this day, is that revenue from petroleum activities should go straight to the fund. All investments from the fund’s holdings should be made abroad, without exceptions. All spending of the return of capital invested must be approved by parliament as part of the balancing of the government budget. Any route from fund to consumption other than through the government budget was expressly ruled out. These regulations should protect the domestic economy from overspending of oil revenues, as well as avoid making the fund a source of “cheap money” for political purposes”. LEI, Einar: *Learning By Failing: The Origins of the Norwegian Oil Fund*. 2013.

¹³³ Receitas Líquidas decorrentes da exploração de petróleo são todas as receitas brutas deduzidas de gastos públicos no setor.

¹³⁴ Total tax revenues and royalties deriving from petroleum activities collected pursuant to the Petroleum Taxation Act (no. 35 of 13 June 1975) and the Petroleum Activities Act (no. 72 of 29 November 1996); Revenues deriving from tax on CO2 emissions due to petroleum activities on the continental shelf pursuant to Act relating to CO2 tax in the petroleum activity on the continental shelf (no. 72 of 21 December 1990); Revenues deriving from tax on NOx emissions due to petroleum activities on the continental shelf; Operating income and other revenues deriving from the State’s direct financial interest in petroleum activities; State revenues from net surplus agreements associated with certain production licenses; Dividends from Statoil ASA; Government revenues deriving from the removal or alternative use of installations on the continental shelf; Any government sale of stakes representing the State’s direct financial interest in petroleum activities. Government Pension Fund Act, 2005. Disponível em: <https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/governmentpensionfundact.pdf> Acesso em: 11 fev. 2015.

- a) Receitas Totais de Tributos e Royalties Derivados de Atividades relacionadas ao petróleo, coletadas de acordo com o *Petroleum Taxation Act*¹³⁵ (Act n° 35 de 16/06/1975) e o *Petroleum Activities Act*¹³⁶ (Act n° 72 de 29/11/1996),
- b) Receitas Derivadas de Impostos sobre Emissões de CO2 causadas por atividades relacionadas ao petróleo na plataforma continental, em consonância com a norma relacionada a impostos sobre CO2 em atividades relacionadas à petróleo na plataforma continental [N°72 de 21/12/1990]
- c) Receitas Originadas a partir de Impostos sobre Emissões de NOx – óxidos de nitrogênio – gerados a partir de atividades relacionadas ao petróleo na plataforma continental
- d) Lucro Operacional e outras receitas derivadas do SDFI¹³⁷ em atividades de petróleo.
- e) Receitas Estatais de Saldos Líquidos de acordos relacionados à certas licenças de produção
- f) Dividendos da Statoil ASA, estatal norueguesa
- g) Receitas Governamentais originadas da remoção ou uso alternativo de instalações na plataforma continental
- h) Qualquer receita proveniente de venda de ações representando o SDFI em atividades ligadas ao petróleo

¹³⁵ Legislação que trata de tributação de petróleo offshore.

¹³⁶ Legislação que regula atividades relacionadas à petróleo, incluindo, mas não se limitando à, valor e percentuais de tributações, licenças para exploração e produção e gerenciamento do SDFI (ver adiante).

¹³⁷ A sigla SDFI, significa State Direct Financial Interest. É o portfólio de investimentos diretos do governo norueguês no setor petrolífero e de gás natural. Inclui as licenças de petróleo e exploração direta. São investimentos diretos do Estado Norueguês, que são geridos pela estatal Petoro. A Petoro é uma empresa independente que foi criada para administrar aquele portfólio, que antes de sua criação (1985) estava sob controle da Statoil. Como ficou grande demais, o governo criou aquela empresa para otimizar a gestão de seu portfólio.

Dessas receitas são deduzidas as seguintes despesas, especificamente quando se tratar de atividade de exploração por parte do Estado norueguês¹³⁸:

- a) Investimento Direto do governo em atividades comerciais ligadas ao petróleo – SDFI
- b) Custos operacionais e outros custos diretamente relacionados ao SDFI
- c) Gastos do governo ligados à remoção ou uso alternativo de instalação na plataforma continental
- d) Qualquer compra de ações por parte do SDFI em atividades relacionadas ao petróleo

Em suma, a renda transferida para o fundo é composta pelo "fluxo de caixa líquido das atividades petrolíferas, que é transferido do orçamento central do governo; pelo resultado líquido de transações financeiras associadas a atividades petrolíferas, e pelo retorno sobre o capital investido do fundo"¹³⁹.

É importante ressaltar que as receitas decorrentes da exploração de petróleo significam anualmente, em média, em torno de mais de 30% do total de todas as receitas da Noruega. Pela lógica tal percentual evidenciaria uma dependência econômica em relação às receitas de petróleo e seus derivados, contudo o esforço do governo norueguês, representado por uma invejável disciplina fiscal em não utilizar tais receitas, vem poupando algo muito próximo a 100% da renda petrolífera, além de seus rendimentos financeiros.

¹³⁸ Government's direct investments in commercial petroleum activities (the State's direct financial interest); Operating costs and other costs directly related to the State's direct financial interest; Government expenses in connection with the removal or alternative use of installations on the continental shelf; Any government purchase of stakes as part of the State's direct financial interest in petroleum activities.

¹³⁹ (...) the net cash flow from petroleum activities, which is transferred from the central government budget, the net results of financial transactions associated with petroleum activities and the return on the Fund's capital. *Government Pension Fund Act* (Nº 123 de 21/12/2005), Seção três.

2.2.3. Destinação dos recursos

Até o momento a legislação norueguesa não prevê a vinculação ou utilização das receitas de petróleo a nenhuma rubrica específica, também não há qualquer definição sobre a aplicação dos recursos do fundo em investimentos ou gastos públicos, mas apenas a limitação de retirada de recursos para cobrir déficits do orçamento fiscal, determinada pelo parlamento em 2001, conhecida pelo nome *Budgetary* ou *Spending Rule*¹⁴⁰. A referida regra restringe a utilização de recursos ao percentual de 4% sobre o valor principal do fundo, equivalente à taxa mínima de retorno real esperado.

A ideia é que os recursos utilizados em gastos correntes, através do Orçamento Fiscal, correspondam apenas aos rendimentos auferidos e não ao montante principal depositado, que deve permanecer intocado até que seu uso – no futuro – seja autorizado.

Pode-se afirmar que o CPFG faz parte do processo orçamentário do governo norueguês, que leva em conta os 4% de recursos do fundo para previsão de gastos anuais e elaboração do orçamento público, tendo em vista que o referido percentual equivale ao déficit presumido para o exercício correspondente. A retirada de recursos deverá ser exatamente igual ao déficit observado no ano.

Vale registrar que a *Budgetary Rule* faz parte da disciplina de política fiscal que vem sendo adotada pelo governo e pode sofrer alterações a qualquer momento, pois as regras que versam sobre os gastos não são rígidas no que tange à sua alteração, estando, portanto, sujeitas às conjunturas políticas. Significa dizer que há condições institucionais favoráveis à alteração da meta que limita a utilização dos recursos do CPFG (4%), e tal facilidade pode vir a servir para financiar o aumento da despesa pública com finalidades políticas de curto

¹⁴⁰ “Flows out of or into the fund to the treasury are equal to the nonoil budget deficit (surplus) authorized by the Storting. Adjustments take place after the end of the fiscal year to account for deviations from the planned deficit or surplus, so that the actual outflow or inflow exactly matches the actual budget deficit or surplus. The foundation act gives no indication of the target size of the fund or the principles that should determine the long-term gross assets of the central government. Hence, decisions on the size of the nonoil deficit (which help to determine the fund’s total financial accumulation) are not formally related to the total oil wealth of the country”. BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006. p. 60

prazo, o que, no entanto, não se observou até o momento¹⁴¹. Podemos concluir que o contraste entre o que poderia ter sido feito com o fundo e o que de fato aconteceu destaca a rígida disciplina do *Storting* em não gastar os recursos decorrentes da exploração de petróleo em benfeitorias imediatistas, o que permitiu um crescimento significativo dos ativos poupados.

2.2.4. Governança, transparência e controle

A administração e fiscalização do CPFG é composta por um quadro considerável de responsáveis, em sua maioria, organizados de forma colegiada na forma de conselhos, com competências claras e práticas, que conferem a máxima transparência e confiança à administração de tão vasto recurso.

Ao parlamento norueguês compete legislar sobre o fundo, escolher o seu Conselho Supervisor e ter a prerrogativa de aprovar qualquer retirada do fundo. A administração dos Recursos é de responsabilidade do Ministério das Finanças que, por sua vez, a delega ao *Norges Bank Investment Management* (NBIM), um braço de investimento do Banco Central Norueguês, *Norges Bank*.

O Conselho Supervisor é composto por 15 parlamentares eleitos por seus próprios pares para mandatos de quatro anos¹⁴², é responsável por produzir e publicar relatórios quadrimestrais e anuais sobre as atividades do GPF, abertos à consulta pública. O NBIM, enquanto departamento do *Norges Bank*, se reporta diretamente ao Conselho Supervisor.

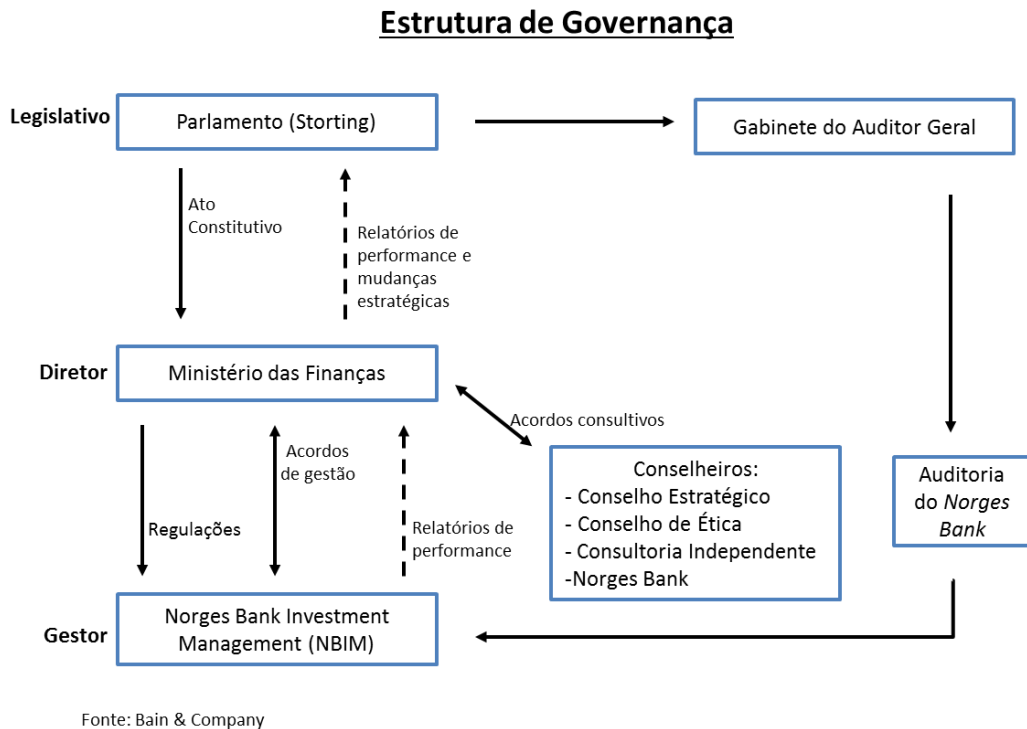
O órgão máximo é o *Executive Board* do próprio Banco Central, composto por nove pessoas, sendo o *Governor* e *Deputy Governor* do *Norges Bank* (algo como presidente e diretor-presidente) respectivamente presidente e vice do conselho gestor do NBIM, e os

¹⁴¹ Idem, *Ibidem*, p. 67.

¹⁴² Disponível em: http://www.norges-bank.no/Upload/Om%20Norges%20Bank/Organisasjon/Representantskapet/supervisory-council_report_2014.pdf Último acesso em: 01 nov. 2015.

demais (sete pessoas) indicados pelo Conselho de Estado da Noruega, presidido pelo Rei e composto por ministros selecionados pelo Primeiro-Ministro.

O fundo de investimento *Norges Bank Investment Management* (NBIM), se reportando ao Banco Central, funciona como uma empresa e seu representante máximo é o CEO/Diretor Executivo. A figura abaixo ilustra as responsabilidades de cada órgão na gestão¹⁴³:



A ideia de compor uma completa e clara estrutura de governança, com diretrizes claras para a formação de uma gestão ponderada e voltada para o longo prazo contribuem para fomentar a equidade intergeracional, permitindo que gerações presentes e futuras se beneficiem das receitas do petróleo¹⁴⁴.

¹⁴³ Natural Resource Governance Institute
http://www.resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Norway_July2013.pdf Acesso em: 13 fev. 2015.

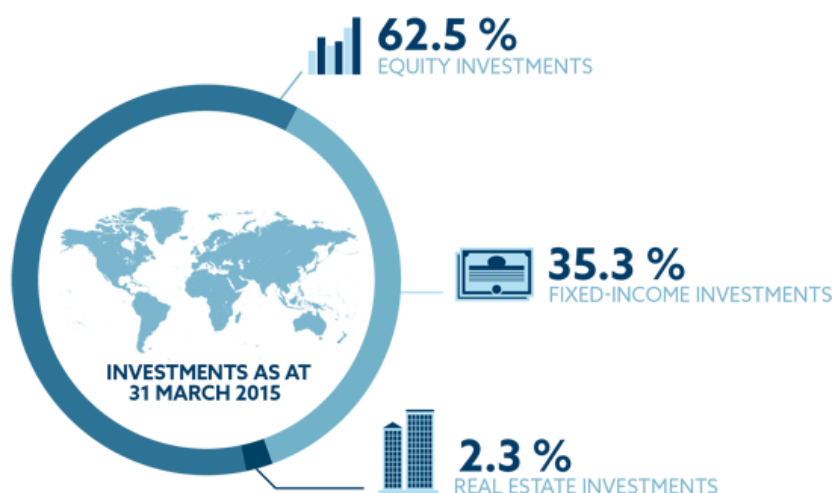
¹⁴⁴ The purpose of the Government Pension Fund is to facilitate government savings to finance rising public pension expenditures, and support long-term considerations in the spending of government petroleum revenues. A sound long-term management of the Fund contributes to intergenerational equity, by allowing

2.2.5. Política de Investimento dos ativos

No que tange as formas de investimento, os recursos do fundo são investidos obrigatoriamente fora da Noruega, com o objetivo de evitar a sobreapreciação da moeda local e dar origem à *Doença Holandesa*.

Atualmente, a estratégia de investimento determina que até 5% seja investido em Mercado de Imóveis, 35% a 40% em Renda Fixa e 60% no Mercado de Ações. Em setembro de 2014 essas porcentagens eram 1,3%, 37,3% e 61,4%, variando muito pouco de ano para ano. Segundo informações do NBIM¹⁴⁵, em 2015 os investimentos estavam conforme o quadro abaixo:

Figura 2 Tipos de Investimento - Fundos da Noruega (março de 2015)



Fonte: <http://www.nbim.no/en/investments>

both current and future generations to benefit from the petroleum revenues. Site oficial do governo norueguês. Disponível em: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/id1441/>. Acesso em: 11 fev. 2015.

¹⁴⁵ NBIM. Relatório de Investimento Disponível em: <http://www.nbim.no/en/investments/>. Acesso em: 05 mar. 2015.

O foco do NBIM são investimentos de longo prazo, o que permite navegar com mais tranquilidade em períodos de volatilidade e crises¹⁴⁶. O banco ainda leva em conta questões éticas e ambientais na escolha de seus investimentos, com um conselho de ética responsável por garantir que uma série de diretrizes sejam cumpridas, com a prerrogativa de apontar empresas que devem ficar sob observação ou excluí-las de seu portfólio de investimentos. Não é permitido negociar com empresas que trabalhem com munições de fragmentação, armas nucleares, tabaco; ou responsáveis por causar danos ao meio ambiente e/ou violar direitos humanos. Em 2011¹⁴⁷ a multinacional francesa ALSTOM esteve sob observação por potenciais ligações com corrupção – caso confirmado, os investimentos junto à empresa seriam retirados.

Ainda, o NBIM é signatário da *United Nations Principle for Responsible Investment* e do *OECD Principles of Corporate Governance*, documentos de órgão multilaterais (ONU e OCDE) que visam a promover uma governança corporativa responsável tanto social, quanto ambiental.

2.3. Chile: Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)

Organizado politicamente como república presidencialista unitária, o Chile é um dos países com maior grau de desenvolvimento da América Latina (IDH 0,832 em 2014)¹⁴⁸. O PIB do país atingiu \$258.733 bilhões de dólares em 2014¹⁴⁹, dos quais 16,22% correspondem a receitas de recursos naturais. Maior produtor de cobre do mundo, em 2013 foi responsável por 31,5% da produção mundial. No período compreendido entre 2010 e

¹⁴⁶ NBIM. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/investments/investment-strategy/> Acesso em: 11 fev. 2015.

¹⁴⁷ Disponível em: <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/government-pension-fund-global-company-p/id665635/> Acesso em 12 fev. 2015.

¹⁴⁸ United Nations Development Programme. Human Development Reports. Human Development Data (1980-2015). Disponível em: <http://hdr.undp.org/en/data> Último acesso em: 05 dez 2016.

¹⁴⁹ GDP (current US\$). Source World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=CL> Último acesso em: 05 dez 2016.

2014, a exportação de cobre representou 16,4% do PIB nacional e aproximadamente 50% de toda a exportação chilena¹⁵⁰.

Na década de 1960 o Chile passou por um processo de nacionalização de seus minérios. Nesse período foram criadas as sociedades de economia mista para sua exploração, ficando o governo com 51% dos ativos, até então explorados por empresas estrangeiras.

Em 11 de julho de 1971 o Congresso aprovou, por unanimidade, a emenda que alterou o art. 10º da Constitucional do Chile, nacionalizando as reservas e a produção de cobre. À reforma constitucional se seguiram mudanças na gestão pública, sobretudo, dos bens naturais do país, culminando na criação da Codelco (Corporación Nacional de Cobre del Chile) em 1976. Empresa de propriedade do Estado chileno, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, que atua na mineração, produção industrial e comercialização de cobre.

Em 1985, na condição de grande produtor e exportador de cobre, o país criou o *Fondo de Compensación del Cobre* (FCC). Parte dos recursos decorrentes da exploração do minério foi transformada em poupança, a ser resgatada sempre que a arrecadação fiscal diminuísse em consequência da queda dos preços internacionais do cobre afetando as finanças públicas. É importante salientar que as receitas transferidas ao FCC decorriam exclusivamente da exportação de cobre realizadas pela Codelco.

O FCC operou entre 1985 e 2006¹⁵¹, encerrando suas atividades com a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que, entre outras medidas, autorizou a criação do *Fondo de Estabilización Económica y Social* (FEES), Fundo Soberano de Riqueza. O FEES recebeu uma dotação inicial de US\$ 2,58 bilhões. Desse total, US\$ 2,56 bilhões correspondiam ao saldo do FCC quando desativado.

¹⁵⁰ Dados disponibilizados pelo Banco Mundial. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.TOTL.RT.ZS?locations=CL>. Último acesso em: 05 dez 2016.

¹⁵¹ CABELLO, Jorge Rodríguez et al. *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile*. Chile: Publicación de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda, jun. 2015. p. 17-19.

Segundo o Relatório Anual de 2015 da Comissão de Finanças¹⁵², a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2006 fez parte da implantação da política fiscal do Chile iniciada em 2001 e aplicada até hoje. A referida política fiscal foi construída com base no conceito de “equilíbrio estrutural” do governo central que, de acordo com Jorge Rodriguez e outros,¹⁵³ tem como eixo a ideia de utilizar um indicador (indicador de equilíbrio estrutural) que reflita uma perspectiva fiscal de médio prazo para elaboração do orçamento anual, através de uma estimativa de receita fiscal líquida que seria obtida em uma situação econômica neutra, de forma a delimitar o gasto público ao montante que seria compatível com esse nível de renda.

Segundo os autores, “na prática, isso significa economizar durante os aumentos econômicos, quando as receitas conhecidas por serem apenas de natureza temporária são recebidas e gastando as receitas em situações em que a renda fiscal cai”. Os fatos que motivaram a implementação dessa disciplina fiscal são descritos da seguinte forma:

Em primeiro lugar, devido ao déficit estrutural de funcionamento e ao patrimônio líquido negativo do Banco Central do Chile resultante do resgate do sistema bancário privado nos anos 80 e da política cambial dos anos 90;
Em segundo lugar, devido à existência de passivos contingentes relacionados principalmente com pensões mínimas garantidas pelo Estado;
E, em terceiro lugar, devido à vulnerabilidade externa decorrente de descasamentos monetários e limites potenciais de empréstimos estrangeiros em moeda local¹⁵⁴.

É interessante a observação de que o cumprimento da regra tem sido particularmente meritório, uma vez que não há uma obrigação legal, mas um compromisso voluntário por parte do governo.

¹⁵² Comité Asesor del Ministerio de Hacienda para los Fondos de Responsabilidad Fiscal. *Informe Anual Comité Financiero de 2015*. Santiago, Chile: abr. 2016. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html> Último acesso em: 15 nov. 2016.

¹⁵³ RODRIGUEZ, Jorge C.; TOKMAN, Carla R.; VEGA, Alejandra C. Structural balance policy in Chile. *OECD Journal on Budgeting*, v. 7, n. 2, p. 59-92, 2007.

¹⁵⁴ Idem, *Ibidem*. Tradução da autora, do original: “This target was chosen for three reasons: first, because of the structural operating deficit and negative net worth of the Central Bank of Chile resulting from the bailout of the private banking system in the 1980s and the exchange rate policy of the 1990s; second, because of the existence of contingent liabilities relating principally to state-guaranteed minimum pensions and old-age benefits; and, third, due to the external vulnerability arising from currency mismatches and potential limits on foreign borrowing in local currency”. p. 21.

Nesse contexto, a Lei de Responsabilidade Fiscal tinha, entre outras finalidades, contribuir para a estabilidade macroeconômica, para o aumento de oportunidades e para a proteção social dos cidadãos. O documento da Comissão de Finanças ressalta que a política fiscal chilena tem sido guiada por uma *regra de equilibrio estructural* ou saldo *cíclicamente ajustado*, cuja finalidade tem sido mitigar os efeitos das flutuações da atividade econômica, do preço do cobre e de outros fatores secundários sobre os gastos públicos. Isso significa poupar recursos em períodos economicamente mais prósperos e dispor dessa poupança em períodos de debilidade econômica. Como resultado, a regra fiscal por sua vez, tem um efeito estabilizador das finanças públicas e dos ciclos econômico.

2.3.1. Arcabouço Legal

Com a finalidade de assegurar a sustentabilidade da despesa pública ao longo do tempo e contribuir para a competitividade da economia chilena, em setembro de 2006 foi promulgada a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei 20.128/2006). Entre outras importantes disposições, a referida lei criou o *Fondo de Reserva de Pensiones* (FRP) e facultou ao Presidente da República o direito de instituir o *Fondo de Estabilización Económica y Social*.

Segundo a mensagem inicial do Projeto de Lei que deu origem à Lei de Responsabilidade Fiscal, a criação do FEES visava a estruturar a unificação de dois fundos existentes na época. Um fundo previsto no Decreto-Lei nº 3.653/1981 que recebia as receitas de superávit e o *Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre* (FEC), estabelecido a partir de um acordo internacional (BIRD No. 2.625 / CH8), para o qual eram destinadas as receitas decorrentes dos impostos da *Grande Mina de Cobre*.

O art. 10º da Lei de Responsabilidade Fiscal¹⁵⁵ faculta ao Presidente da República, por meio de um ou mais decretos emitidos pelo Ministério da Fazenda, a criação do "Fundo

¹⁵⁵ “Artículo 10. Facúltase al Presidente de la República para que, mediante uno o más decretos con fuerza de ley expedidos por intermedio del Ministerio de Hacienda, refunda en un Fondo los recursos adicionales e estabilización de los ingresos fiscales a que se refiere el decreto ley N° 3.653, de 1981, y los del Fondo de Biblioteca del Congreso Nacional de Chile - www.leychile.cl - documento generado el 19-Nov-2015 Compensación para los Ingresos del Cobre constituido conforme al Convenio de Préstamo BIRF N° 2625 CH, y, asimismo, fije la normativa para su operación. Dicho nuevo Fondo se denominará "Fondo de Estabilización Económica y Social". En uso de esta facultad, el Presidente de la República establecerá normas de definición y determinación de los recursos que ingresarán a este Fondo, que deberá incluir, en

de Estabilização Econômica e Social", bem como definir as regras para o seu funcionamento. O artigo autoriza expressamente o aporte dos recursos do *FCC* no novo fundo.

A referida norma determina ainda que cabe ao Presidente estabelecer regras de definição e determinação dos recursos transferidos do FEES.

Na sequência, o Presidente da República, no uso das faculdades acima referidas, promulgou em 11 de dezembro de 2006 o *Decreto con Fuerza de Ley* (DFL) nº 01, que criou o FEES, além de dispor sobre suas normas gerais de funcionamento.

2.3.2. *Forma de financiamento*

Considerando que a criação do FEES representou a união de dois outros fundos, como exposto acima, a ele foi destinado um aporte inicial de US\$ 258 milhões, dos quais US\$ 256 milhões provenientes do Fundo de Compensação de cobre.

Além de prever o aporte inicial, a Lei de Responsabilidade Fiscal, em seus art. 6º¹⁵⁶ e 10º, determina que serão transferidos ao FEES os recursos equivalentes ao resultado do

todo caso, el saldo que resulte de restar al superávit efectivo, el aporte a que se refiere la letra a) del artículo 6º y el aporte efectuado en uso de la facultad señalada en el artículo 11, siempre que este saldo sea positivo. Además, dictará, respecto del nuevo Fondo a que se refiere el inciso primero, las normas de su administración, inversión, destino de los recursos que acumule y las demás disposiciones necesarias para su funcionamiento, supervisión y control. Los recursos que a la fecha de entrada en vigencia del decreto con fuerza de ley que regule el nuevo Fondo, se encontraren depositados en las cuentas correspondientes a los Fondos referidos en el inciso primero del presente artículo, se traspasarán a dicho Fondo, al que se efectuarán, además, los integros que procedan por aplicación del artículo 2º transitorio de la ley N° 19.030”.

¹⁵⁶ “Artículo 6º. El Fondo de Reserva estará constituido y se incrementará con los siguientes aportes: a) Con un aporte equivalente al superávit efectivo con un tope del 0,5% del Producto Interno Bruto del año anterior. Si el monto resultante del aporte anual señalado en el párrafo anterior fuese inferior al 0,2% del Producto Interno Bruto del año anterior, deberá enterarse un aporte anual que permita alcanzar un aporte total anual del 0,2% del Producto Interno Bruto del año anterior. El aporte a que se refiere esta letra deberá quedar enterado al Fondo de Reserva dentro del primer semestre de cada año, mediante uno o más depósitos hasta enterar el total del aporte; b) Con el producto de la rentabilidad que genere la inversión de los recursos del Fondo de Reserva, y c) Con los demás aportes que establezca la ley. Tratándose del aporte a que se refiere la letra a), éste deberá efectuarse sólo hasta el año en que los recursos acumulados en el Fondo de Reserva alcancen una cantidad equivalente a 900.000.000 de unidades de fomento. Una vez alcanzada esa cantidad se entenderá cumplida la obligación señalada, por lo que no procederá efectuar ningún aporte por concepto de esta letra”.

superávit fiscal efetivo, subtraindo-se o aporte de recursos ao FRP, ao Banco Central, a eventuais amortizações da dívida pública.

Dessa forma, os cálculos dos recursos destinados aos dois fundos soberanos estão diretamente vinculados.

Independentemente dos resultados fiscais, serão destinados ao FRP anualmente o valor mínimo equivalente a 0,2% do PIB do ano anterior. Tal percentual pode aumentar até o valor máximo de 0,5% do PIB, se houver superávit fiscal efetivo maior.

A Lei de Responsabilidade Fiscal ainda prevê que as transferências ao FRP deverão ocorrer até o primeiro semestre do ano subsequente ao PIB base de cálculo, além de que serão encerradas as transferências quando o valor depositado no referido fundo atingir a marca de 900 milhões de UF, o que equivale a aproximadamente US\$ 35 bilhões.¹⁵⁷

Por fim, o Decreto nº 01, que regulamenta o FEES, prevê ainda que outras receitas extraordinárias sejam destinadas ao fundo, decorrentes da venda de ativos ou emissões de dívida; bem como outros recursos autorizados por outras leis¹⁵⁸.

Vale registrar que, em comparação ao fundo que precedeu o FEES, a principal diferença em relação às fontes de recursos é que o FCC recebia apenas recursos diretamente ligados à venda de cobre e à variação de preço, já o FEES não é financiado por uma fonte de receita vinculada, mas somente pelo resultado do balanço fiscal, de forma integrada à política fiscal do país.

¹⁵⁷ 01 UF = \$26.349,68 pesos chilenos (jan. 2017); 900 milhões de UF = 23.714.712.000.000 de Pesos Chilenos ou aproximadamente US\$ 35 bilhões.

¹⁵⁸ DFL nº 01/07, artículo 04: “No obstante lo anterior, mediante decreto del Ministerio de Hacienda, se podrá disponer que, con cargo a los recursos del Fondo, se reintegren a Rentas Generales de la Nación, aquellos montos de aporte fiscal que fueron destinados a pagos por los conceptos señalados en las letras precedentes en el ejercicio anterior, y que fueron incluidos en el cálculo de los aportes a que se refiere el inciso final del artículo 20 de la ley N° 20.128”.

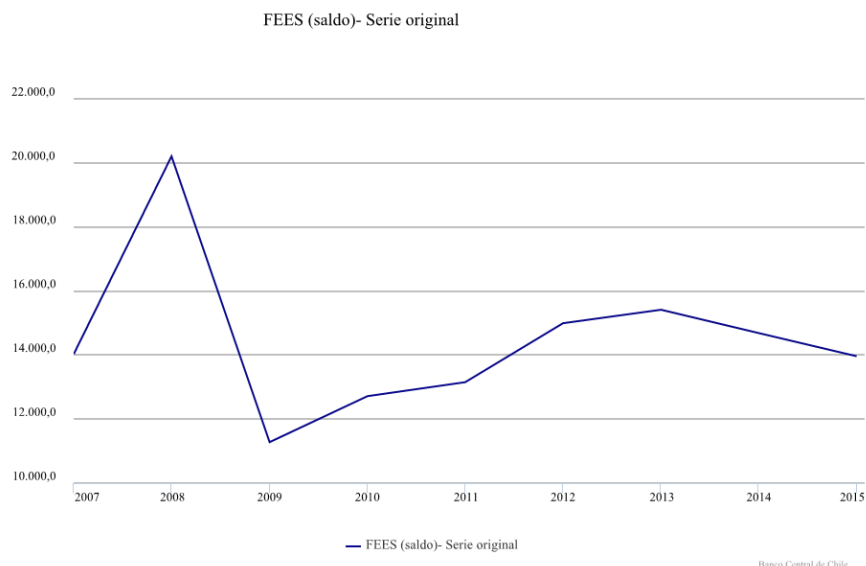
2.3.3. Destinação dos recursos

Os Fundos Soberanos são parte da política fiscal do Chile e funcionam como contribuintes importantes à estabilidade macroeconômica do País. O *Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)* foi criado no final de 2006, e, no ano seguinte, estabeleceu-se o *Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)*. O primeiro, FRP, financia a Previdência Pública. O segundo, o FEES, será acionado em casos de déficits fiscais ou amortização da Dívida Pública, de modo que despesas públicas não sejam afetadas por alterações repentinas na economia mundial; ou, ainda, pela volatilidade de receitas provenientes de impostos, da comercialização do cobre e de outras fontes. No caso de eventuais ciclos econômicos adversos que afetem as receitas fiscais, o orçamento nacional poderia ser financiado, em parte, com recursos do FEES, sem necessidade de recorrer-se a empréstimos.

De acordo com o disposto no artigo 4º do Decreto que institui o fundo, os recursos transferidos ao FEES poderão destinar-se a:

- a) Financiamento da Lei Orçamentária, até o montante estabelecido na própria norma, incluindo-as no cálculo das receitas gerais do país;
- b) Substituição dos ingressos de receita e / ou financiamento do aumento das despesas durante a execução do orçamento, de acordo com as autorizações e limitações estabelecidas na legislação;
- c) Amortizações, pagamento de juros ou outras despesas relacionadas à dívida pública, inclusive as despesas decorrentes de taxas de swaps de juros e / ou moedas;
- d) Amortizações, pagamento de juros e outras despesas referentes aos Bônus de Reconhecimento (tradução literal). O referido bônus consiste em uma quantia paga pelo Estado aos trabalhadores que aderiram ao Novo Sistema de Pensões, de acordo com o tempo de contribuições ao sistema previdenciário. O bônus será creditado na conta individual do pensionista no momento da aposentadoria.
- e) Receitas para o financiamento da letra “a” do artigo 6º da Lei de Responsabilidades Fiscais, desde que o Ministro das Finanças autorize; e
- f) Para financiar receitas extraordinárias para o fundo referido no Artigo 5º da Lei nº 20.128, que desde que o Ministro das Finanças.

Como pode ser observado no gráfico abaixo, as retiradas de recursos do fundo foram pontuais, destacando-se as retiradas no período entre 2008 e 2009, ocorridas no período da crise econômica mundial que afetou fortemente o preço das commodities:



159

2.3.4. Governança, transparência e controle

De acordo com o Ministério Fazenda¹⁶⁰ do Chile, o Fundo Soberano de Riqueza – (FSR) é parte fundamental da política fiscal implantada pelo governo da presidente Michelle Bachelet (2006 a 2010). O objetivo do governo era criar mecanismos de estabilidade macroeconômica para “financiar determinados passivos contingentes¹⁶¹”.

O Fundo de Reserva de Pensões (FRP) foi o primeiro a ser criado, em 28 de dezembro de 2006, a fim de garantir o pagamento de pensões e aposentadorias¹⁶², com recursos do

¹⁵⁹ Banco Central do Chile

¹⁶⁰ Sessão “Fundos Soberanos” no site do Ministério da Fazenda do Chile. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos.html> Último acesso em: 20 dez. 2016.

¹⁶¹ *Idem*

¹⁶² *Ibidem*

Tesouro Nacional. O Fundo de Estabilização Econômica e Social (FEES) foi instituído em 06 de março de 2007 para “financiar os déficits fiscais e amortização da dívida pública”.

A Unidade de Fundos Soberanos, com quadro funcional específico, criada no âmbito do Ministério da Fazenda, cuida da administração dos Fundos Soberanos. No arranjo institucional chileno, o Ministério da Fazenda é responsável pela administração de recursos fiscais como representante do Tesouro.

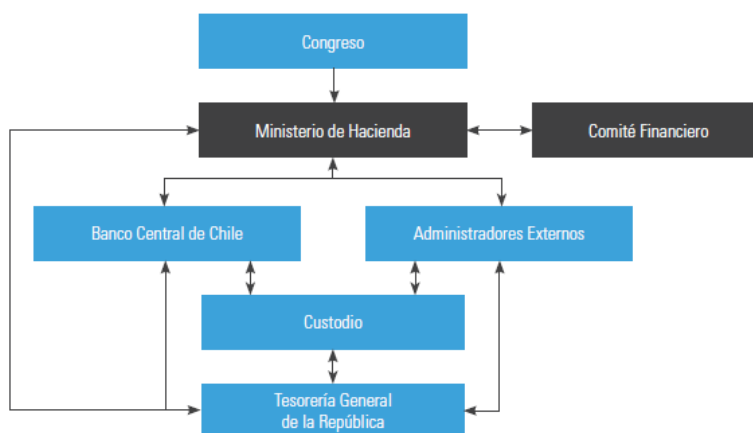
As principais funções do Comitê Financeiro são assessorar, aconselhar e oferecer instruções ao Ministro da Fazenda. Assessorar o Ministério sobre aspectos fundamentais à execução de uma política de investimento de longo prazo, tais como a distribuição de investimentos por classe de ativos, incluindo novas alternativas de investimento, a determinação da carteira de comparadores de referência dos fundos soberanos de riqueza, a delimitação das possibilidades de investimento dos fundos. Oferecer instruções específicas sobre investimento, custódia, estrutura e conteúdo dos relatórios, licitação e seleção de gestores. Por fim, aconselhar o Ministro das Finanças sobre todos os assuntos relacionados com o investimento dos fundos que lhe são confiadas.

Ao buscar equilíbrio fiscal, os fundos podem representar segurança e estabilidade aos investimentos públicos futuros. Por isso mesmo, sua administração deve cumprir rigorosos padrões técnicos, com alto grau de profissionalismo de seus gestores.

No caso chileno, o Ministério da Fazenda criou um site exclusivo que permite acesso público aos relatórios mensais, trimestrais e anuais dos Fundos, e às recomendações da Comissão Financeira, bem como à legislação relacionada, com informações relevantes e atualizadas.

DIAGRAMA 1

Institucionalidad de los fondos soberanos chilenos



FUENTE: Ministerio de Hacienda de Chile

2.3.5. Política de Inversión

A política de investimentos do FRP e do FEES não são idênticas, pois são planejadas de segundo diretrizes diferentes, uma vez que variam de acordo com os seus respectivos objetivos.

O FRP visa gerar recursos para financiar uma parte do gasto público com aposentados e pensionistas. Assim, nesse fundo, os investimentos são maximizados seguindo a seguinte restrição: a probabilidade de que o fundo perca mais de 10% do seu valor não deve ultrapassar 95%. Os investimentos aqui são de médio e longo prazo, visto que a demanda por seus recursos, apesar de vultuosa, é menos tempestiva do que no caso do FEES.

No caso do FRP, 65% das receitas são investidas em títulos de dívida emitidos por outros países ou entidades afins (entidades multilaterais, empresas estatais, entre outros), 20% são investidos em títulos emitidos por corporações e 15% em ações de empresas. Os títulos de dívida devem ter grau de investimento e só podem ser realizados em títulos que estão no comparador de referência

O Objetivo principal do FEES é maximizar o valor acumulado, levando em consideração uma forte aversão ao risco. Dado a função estabilizadora dos movimentos

cíclicos da economia que o fundo possui, os investimentos são realizados em ativos de baixo risco de crédito e de alta liquidez, de maneira que os recursos acumulados estejam prontamente à disposição em caso de necessidade. No caso do FEES, 92,5% é investido principalmente em renda fixa: 77,5% de sua carteira é investida em títulos de dívida emitidos pelos EUA, Alemanha, Japão e Suíça, 15% depósitos a prazo com classificação de risco superior ou igual a A-, e o saldo, 7,5% é investido em ações.

Esses investimentos, menos arriscados, são mais procurados em períodos de crise, e sua valorização nessas situações, aliada ao fato de que mais de 90% desses investimentos em renda fixa são em moeda estrangeira, maximiza o valor, em pesos, que o fundo obtém em momentos de crise.

2.4. Botswana: *Pula Fund* (PF)

Há pouco mais de meio século, a Botswana era considerada um dos países mais pobres do mundo, mas desde o advento de sua independência, em 1966, a nação africana vem apresentando grande crescimento econômico. Com a descoberta de diamantes em 1967 e a instituição de uma democracia estável (o menor índice de corrupção da África), o país teve um crescimento médio de 9% do PIB ao ano nos primeiros 40 anos de independência¹⁶³,

¹⁶³ MAIPOSE, Gervaise S. *Policy and institutional dynamics of sustained growth in Botswana*. Commission on Growth and Development Working Paper, n. 35, 2008. Disponível em: [http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/4365C57157F8EF16C1257AEF00525641/\\$file/Botswana%20Maipose%20web.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/4365C57157F8EF16C1257AEF00525641/$file/Botswana%20Maipose%20web.pdf) Último acesso em: 10 dez. 2016.

Na última década, o crescimento foi de, aproximadamente, 5% ao ano, uma das mais altas taxas de crescimento do mundo. Em 2015, o PIB do país totalizou US\$ 14.391 bilhões, com uma população de 2.262.485 habitantes¹⁶⁴. Desde a independência, os índices de pobreza passaram de 50% a 19%¹⁶⁵ e o IDH passou de 0,453 em 1980, atingindo o índice de 0,698 em 2014. Maior produtor de diamante do mundo, sua exploração representa aproximadamente 85% das exportações do país e já chegou a quase 50% das receitas do governo em alguns anos:

Apesar do notável crescimento e desenvolvimento visto nesses 50 anos, Botswana ainda enfrenta altos níveis de pobreza e desigualdade, com índice de Gini de 60,5 em 2009¹⁶⁶. A garantia de educação básica universal e gratuita ainda não foi suficiente para gerar toda a mão de obra qualificada que o país demanda para diversificação da economia¹⁶⁷.

Mesmo altamente dependente da exportação de diamantes, o que tornou o país muito vulnerável à crise de 2008, sua economia não demorou muito para voltar a se recuperar. Nos

Relação percentual entre receitas governamentais (milhões de Pulas)			
Período	Receitas de Minerais ¹	% de Receitas Minerais em relação ao total	Receitas Totais
2006/07	13 114,3	47,87%	27 397,7
2007/08	12 333,7	43,08%	28 629,5
2008/09	10 181,7	33,43%	30 455,1
2009/10	9 088,4	30,27%	30 023,1
2010/11	12 059,9	37,79%	31 909,4
2011/12	15 823,1	41,11%	38 486,0
2012/13	12 076,2	28,99%	41 657,8
2013/14	18 443,3	37,68%	48 951,3
2014/15	21 532,2	38,52%	55 904,2
2015/16	14 437,6	30,45%	47 420,3

¹ Receitas de minerais e dividendos estão inclusos nas taxas minerais e fazem parte das receitas tributárias

¹⁶⁴ The World Bank. *Botswana Index*. Disponível em: <http://data.worldbank.org/country/botswana> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁶⁵ Idem. Botswana overview. Disponível em: <http://www.worldbank.org/en/country/botswana/overview> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁶⁶ The World Bank. GINI index. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/SI.POV.GINI?locations=BW> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁶⁷ Idem. Botswana overview. Disponível em: <http://www.worldbank.org/en/country/botswana/overview> Último acesso em: 10 dez. 2016.

últimos anos, a economia tem sido diversificada pela atração de investimentos estrangeiros decorrentes da baixa incidência de impostos¹⁶⁸, estabilidade política e criação, ainda que tímida, de mão de obra qualificada.¹⁶⁹ O investimento em educação representa uma média de 9%¹⁷⁰ do PIB.

Tal ascensão nos índices socioeconômicos fez com que o país fosse considerado bem-sucedido no que tange ao aproveitamento dos recursos naturais¹⁷¹. Botswana vem se mostrando capaz de desenvolver e gerir as receitas decorrentes da exploração de diamante, com planejamento a longo prazo, demonstrando a importância de instituições políticas consolidadas e uma política econômica prudente a fim de gerar crescimento a partir da exploração de recursos naturais.

Desde a independência, têm sido implementados planos quinquenais¹⁷² de desenvolvimento, os quais direcionaram os rendimentos para investimentos em infraestrutura, água, saúde e educação¹⁷³. Botswana tem sido exemplo notável de país pobre que aumentou seu nível de renda média e desenvolveu-se com base na exploração econômica de recursos naturais não renováveis. Apesar de continuar sendo um destino de investimento da indústria mineral, o país vem intensificando seus esforços para diversificar a economia e tornar-se menos dependente de um único mercado.

¹⁶⁸ Três principais fatores a serem ressaltados: base tributável é local e não internacional, a alíquota para imposto de renda de empresas é 22% e a alíquota de VAT é de 12% para a maioria dos produtos. Disponível em: <http://www.pkf.com/media/10025969/botswana-tax-guide-2015-16.pdf>; http://www.gov.bw/en/Ministries--Authorities/Ministries/Ministry-of-Finance-and-Development-Planning1/Parastatals121/Understanding-Financing/?p_id=1437 Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁶⁹ The Heritage Foundation. Botswana Economic Freedom Score. *Index of Economic Freedom, 2016*. Disponível em: <http://www.heritage.org/index/pdf/2016/countries/botswana.pdf> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁷⁰ The World Bank. *Botswana overview*. Disponível em: <http://www.worldbank.org/en/country/botswana/overview> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁷¹ MAIPOSE, Gervaise. *Idem*.

¹⁷² *Turning finite resource into enduring opportunity*. De Beers – Group of Companies. s/d. Disponível em: <http://www.debeersgroup.com/en/reports/impact/country/botswana-and-cut-8/the-contribution-of-diamonds-to-Botswana-development.html> Último acesso em: 10 dez. 2016.

¹⁷³ JEFFERIS, Keith e NEMAORAMI, Thabelo. *Botswana Country Overview*. Capital Resources, 2013/2014. Disponível em: <http://acap.com.au/wp-content/uploads/2013/09/BOTSWANA-COUNTRY-AND-ECONOMIC-OVERVIEW-2013.pdf> Último acesso em: 10 dez. 2016.

2.4.1. Arcabouço Legal

O *Pula Fund (PF)* foi criado em novembro de 1993 com amparo no Bank of Botswana Act of 1975, mais tarde emendado e reformulado para a sua forma atual pelo Bank of Botswana Act of 1996, cuja principal alteração foi oferecer mais flexibilidade à gestão das reservas internacionais e maior confiança na previsão dos retornos financeiros dos investimentos do fundo. A referida lei entrou em vigor no dia 1º de janeiro de 1997.

A criação do *Pula Fund* está prevista no art. 35, e consiste basicamente na previsão legal de duas contas de investimentos internacionais com origem em receitas públicas. Uma conta de investimento com objetivo de formar Reservas Internacionais do governo de Botswana¹⁷⁴ e uma segunda conta administrada pelo Banco do Botswana (BoB), com objetivo de criar um fundo de investimento de longo prazo separado, quando excedido o montante necessário para a formação da Reserva Internacional:

35. Fundos de investimento de longo prazo

(1) Se, na opinião do Banco, a Reserva Internacional Primária exceder o montante necessário para cumprir os seus principais objetivos e financiar as transações internacionais do Botswana, e for susceptível de permanecer nessa posição durante algum tempo, o Banco poderá, após consulta ao Ministro, estabelecer um fundo de investimento de longo prazo separado ou fundos para investir os ativos excedentes ao necessário para a Reserva Internacional Primária¹⁷⁵.

Além de prever a criação, a referida lei limita-se a atribuir ao BoB a responsabilidade de gestão dos investimentos e prever algumas regras básicas de governança do fundo, como a necessidade de prestação de emissão de relatórios anuais, comunicação entre os gestores dos investimentos e o Ministro das Finanças.

¹⁷⁴ As reservas internacionais são os depósitos em moeda estrangeira dos bancos centrais e autoridades monetárias, utilizados no cumprimento dos seus compromissos financeiros, como a emissão de moeda, e para garantir as diversas reservas bancárias mantidas num banco central por governos ou instituições financeiras.

¹⁷⁵ Texto original: 35. Long term investment funds. (1) If in the Bank's opinion, the primary international reserve is in excess of the amount needed to accomplish its principal objectives and to finance the international transactions of Botswana and is likely to remain in that position for some time, the Bank may, after consultation with the Minister, establish a separate long-term investment fund or funds in which to invest the assets in excess of those needed for the Primary International Reserve;

Não foram encontradas referências à existência de outras normas que regulamentem o funcionamento do *Pula Fund*. Algumas diretrizes gerais podem ser encontradas em documentos oficiais, como os Relatórios Anuais emitidos pelo BoB e memorandos do Ministério das Finanças de Botswana¹⁷⁶.

A ausência de previsões legais que tratem das questões fundamentais à constituição e funcionamento do fundo, tais como suas finalidades e objetivos, regras de transferências e retiradas dos recursos, abre espaço para incertezas quanto ao futuro sucesso do *Pula Fund*. Diante da falta de limitações legais, a continuidade do fundo pode depender da decisão de uma única pessoa: o Ministro das Finanças de Botswana.

Por outro lado, Botswana está entre os membros fundadores do Fórum Internacional dos Fundo Soberanos de Riqueza e fez parte do grupo que formulou os Princípios de Santiago, o que demonstra comprometimento em promover uma regulamentação e uma estrutura de governança sólida, controles adequados em torno do risco e contribuir para a estabilidade do sistema financeiro mundial.

2.4.2. *Forma de Financiamento e regras de retiradas de recursos*

No sistema orçamentário de Botswana, as receitas minerais integram as taxas minerais, que por sua vez são consideradas receitas tributárias¹⁷⁷. Todas as receitas são depositada em uma conta única do governo, mas podem ser identificadas nos relatórios anuais emitidos pelo Bank of Botswana.

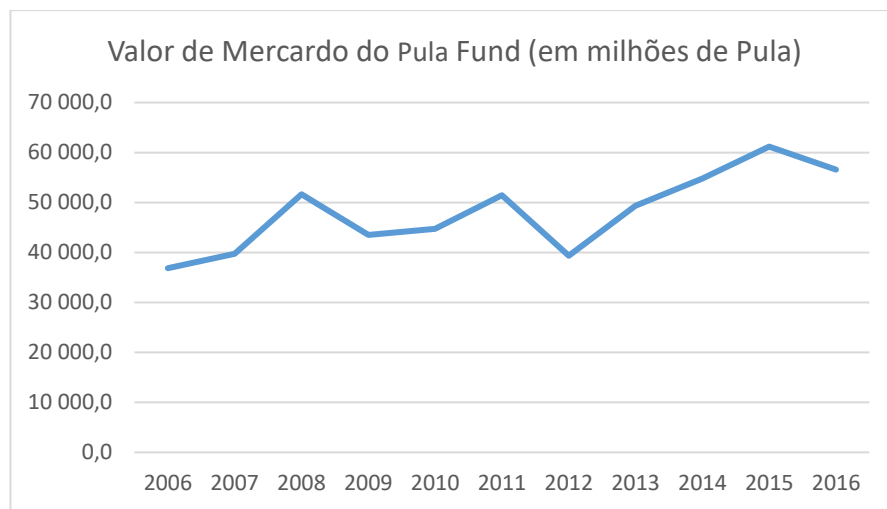
A ausência de diferenciação da natureza da receita pública se estende aos recursos aplicados no *Pula Fund (PF)*, que simplesmente recebe recursos de acordo com os excedentes ou déficits da execução do orçamento do governo. No mesmo sentido, a retirada dos recursos pode ocorrer rapidamente, inclusive podem ser esgotados em caso de déficits

¹⁷⁶ Os Relatórios Anuais estão disponíveis para download no site do Bank of Botswana, no endereço <<http://www.bankofbotswana.bw/index.php/content/2009110614010-annual-report>> e outras publicações no site do Ministério das Finanças <http://www.finance.gov.bw/>

¹⁷⁷ Esta informação é reiteradamente identificada em notas explicativas dos relatórios expedidos pelo BoB: “Mineral royalties and dividends are included under Mineral tax, hence forms part of tax revenue”.

na balança de pagamentos, uma vez que não há limitação legal sobre os valores que podem ser retirados do fundo.

O fundo ganhou valor substancial desde a sua criação, embora tenha havido despesas significativas, decorrentes da desaceleração global de 2008, na procura de minérios e nos preços das matérias-primas:



No que tange à utilização das receitas poupadas, embora não exista determinação legal que especifique explicitamente o propósito do *Pula Fund*, o *Bank of Botswana* publicou documento em que trata da aderência aos Princípios de Santiago¹⁷⁸ e nele faz referência a dois principais objetivos do fundo: estabilização da balança de pagamentos (estabilização do orçamento público nacional) e poupança de recursos para futuras gerações quando os ativos minerais estiverem esgotados.

¹⁷⁸ BANK OF BOTSWANA. *Case Study: Botswana's Management of the Pula Fund. Observance of the Santiago Principles*. s/d: "GAPP 1. Principle. Adherence. While the Bank of Botswana Act does not explicitly specify the purpose of the Pula Fund directly, the major purpose of the Fund is to invest proceeds from non-renewable resources (minerals) for the benefit of future-generations. The Government of Botswana also invests some of its assets in the Government Investment Account to meet its policy objectives. These objectives would include a short-term stabilization objective and a long-term investment objective aimed at ensuring that assets are available for future generations in a situation where Botswana's vast natural resources (predominantly diamonds) are depleted". Disponível em: [http://www.bankofbotswana.bw/assets/uploaded/BOTSWANA%20PULA%20FUND%20-%20SANTIAGO%20PRINCIPLES%20\(2\).pdf](http://www.bankofbotswana.bw/assets/uploaded/BOTSWANA%20PULA%20FUND%20-%20SANTIAGO%20PRINCIPLES%20(2).pdf) último acesso em: 03 jan. 2017.

Um estudo de caso realizado pelo *African Development Bank Group*¹⁷⁹ sobre a trajetória de utilização de receitas minerais de Botswana, apesar de destacar o desenvolvimento econômico e social do país nas últimas décadas, alerta para os perigos da falta de restrições legais sobre as regras de utilização de receitas (tributos e royalties) minerais, incluindo-se aí a falta de regulamentação do *Pula Fund*:

Diretrizes vs Regras:

As diretrizes (economizar ou investir todas as receitas minerais) proporcionam alguma flexibilidade de gasto para responder às mudanças de circunstâncias. No entanto, são altamente dependentes da existência de um sólido quadro de gestão das finanças públicas que assegure que os investimentos públicos estejam sujeitos a uma avaliação adequada, em que os recursos não sejam gastos em projetos de baixo retorno. Para que as diretrizes funcionem, também deve haver um quadro macroeconômico de alta qualidade, garantindo, por exemplo, que as taxas de câmbio não se tornem sobrevalorizadas e que o endividamento seja minimizado (isto é, o equilíbrio interno e externo seja mantido).

A abordagem das diretrizes, embora eficaz, tem algumas vulnerabilidades. Em primeiro lugar, é difícil manter a rigorosa disciplina de gestão das finanças públicas ao longo de um período de décadas quando existe uma restrição orçamental "suave". Em segundo lugar, quando o regime fiscal está sob pressão (devido talvez a um setor mineral se esgotando e ao relativo declínio no retorno sobre ativos não financeiros), as diretrizes são difíceis de serem aplicadas. No entanto, embora possa haver a possibilidade de passar a ser submetido a regras (por exemplo, para evitar a retirada excessiva de ativos financeiros), o ambiente não será propício para a sua introdução. Em outras palavras, se as regras são provavelmente necessárias em algum momento, elas devem ser introduzidas no início, quando os tempos são bons, mesmo que ainda não sejam necessários

Como referido acima, não há previsão legal sobre o uso dos recursos, nem nada que exija que uma certa proporção do PF seja mantida e investida para as gerações futuras. Dessa forma, até que existam regras claras para movimentação de recursos, o governo poderá tomar

¹⁷⁹ Tradução do original: "Guidelines vs Rules: Guidelines (save or invest all mineral revenues) provide some flexibility for spending to respond to changing circumstances. However, they are highly dependent on having a strong public finance management framework in place, which ensures that public investments are subject to proper appraisal and that funds are not spent on low return projects. For guidelines to work, there must also be a high quality macroeconomic policy framework, ensuring, for instance, that exchange rates do not become overvalued and that borrowing is minimised (i.e., internal and external balance is maintained). The guidelines approach, though effective, has some vulnerabilities. First, strict public finance management discipline is difficult to maintain over a period of decades when there is a "soft" budget constraint. Second, when the fiscal regime comes under pressure (due perhaps to a maturing mineral sector and the relative decline in the return on non-financial assets), guidelines are difficult to enforce. However while there may then be a case for shifting to a reliance on rules (e.g. to prevent the excessive drawdown of financial assets), the environment will not be conducive for introducing new ones. In other words, if rules are likely to be necessary at some point, they should be introduced early on, when times are good, even if they are not yet needed". African Development Bank Group. *Botswana's Mineral Revenues, Expenditure and Savings Policy*. African Natural Resources Center, 2016, p. 25.

a decisão de retirar todo o saldo da Conta de Investimentos para fins de estabilização, para pagamentos de dívidas e até mesmo para financiar gastos de curto prazo do governo, correndo-se o risco de deixar nada para as gerações futuras.

2.4.3. Governança, transparência e controle

Além da previsão de criação do *Pula Fund*, só estão claramente previstas na legislação de Botswana as regras gerais de gestão e governança dos investimentos do fundo. De acordo com os artigos 66, 67 e 68 do *Bank of Botswana Act of 1996*, o BoB é o responsável pela gestão dos investimentos

Para assegurar a solidez financeira do Fundo e das suas transações, o Banco do Botswana avalia as necessidades de reservas internacionais primárias (investidas na Carteira de Liquidez) para atingir os seus principais objetivos. Os ativos em excesso do que é necessário para a adequação das reservas são investidos a longo prazo (Fundo Pula) em consulta com o Ministério das Finanças e Planejamento do Desenvolvimento.

O Conselho possui responsabilidade geral pela administração do *Pula Fund*¹⁸⁰, aprovando a estrutura de administração do investimento e estabelecendo a política de investimentos e estratégia de alocação de ativos. Está no topo da estrutura de governança do BoB e possui dois comitês, um Comitê de Auditoria e um Comitê de Remuneração, compostos por membros não-executivos do conselho. O gestor¹⁸¹, selecionado pelo Presidente do Banco lidera o Conselho e representa o banco em eventos relevantes locais, regionais e internacionais, sendo ainda o representante do país no Conselho de Gestores do FMI. e é Chefe Executivo do Banco, o qual é integrado por nove departamentos, quatro divisões e mantido por dois subgestores e um administrador geral.

¹⁸⁰ Case Study: Botswana's Management of the Pula Fund Observance of the Santiago Principles

¹⁸¹ O termo utilizado na versão original em inglês é "Governor". No entanto, para que na tradução não houvesse um entendimento equivocado do termo "Governador", a opção foi a utilização do conceito "Gestor". De acordo com o artigo 13 do *Bank of Botswana Act de 1996*, o "Governor" é escolhido pelo Presidente do Banco, bem como os subgestores. São selecionados para um mandato máximo de 5 anos, passível de recondução.

O Conselho guia a direção estratégica do banco e as operações de acordo com o *Bank of Botswana Act* e as *Bye-Laws*. É composto por dois membros ex-officio, o gestor e secretário permanente do Ministério das Finanças e Planejamento do Desenvolvimento, assim como sete outros membros selecionados pelo Ministro, dos quais dois devem ser funcionários públicos. O Comitê de Auditoria e o Comitê de Remuneração fazem recomendações ao Conselho nos respectivos âmbitos que lhes cabem.

O gestor implementa as decisões do Conselho e submete o Relatório Anual de desempenho operacional e financeiro (incluindo demonstrações financeiras auditadas) do BoB para o Ministro. Em seguida, o Ministro apresenta o Relatório Anual para o Parlamento 30 dias após o recebimento. O Relatório Anual de Supervisão do Banco é submetido ao Ministro no final de junho de cada ano.

A obrigação de apresentar o relatório anual e retorno mensal encontram-se determinadas no art. 68 BoB Act, e dispõe: (traduzido pela autora)

(1) no prazo de três meses após o encerramento de cada exercício financeiro, o Banco transmitirá ao Ministro-

(A) uma cópia das demonstrações financeiras anuais certificadas pelos auditores;

e

(B) um relatório de suas operações e assuntos durante esse ano, cujas contas e relatório serão publicados pelo Banco.

(2) no prazo de 30 dias após o recebimento, o Ministro fará apresentar à Assembleia Nacional uma cópia das demonstrações financeiras anuais e do relatório de operações.

(3) O Banco deve, o mais rapidamente possível após o último dia útil de cada mês, compilar e publicar uma devolução de seus ativos e passivos no encerramento do negócio nesse dia, cuja cópia será transmitida ao Ministro e publicada no Diário Oficial.

O Comitê Executivo é presidido pelo gestor e compreende os subgestores, o administrador geral e os chefes de departamento. Conselheiros experientes podem ser membros. O comitê se reúne uma vez por semana para monitorar e revisar a implementação do programa de trabalho do Banco.

Além do Conselho, o Comitê de Investimentos e o Departamento de Mercado Financeiro também integram a estrutura de governança do *Pula Fund*. O Comitê de Investimentos decide sobre as escolhas táticas da execução da estratégia de investimentos e é presidido pelo gestor, incluindo também experts em investimento do Departamento de Mercado Financeiro. O desempenho da administração interna do fundo é revisado pelo

Departamento de Finanças. Já o Departamento de Mercado Financeiro executa a estratégia de investimentos e assegura que a alocação de ativos é recebida nos mercados. Ademais, o trabalho de suporte é feito pelo Departamento de Pagamentos e Liquidações, de acordo com práticas internacionais¹⁸².

A estrutura de governança e transparência dos investimentos se destaca dos demais aspectos relativos ao fundo, pois parte dela encontra-se prevista em lei, com regras objetivas e diretrizes claras de funcionamento e prestação de contas.

2.4.4. *Política de Investimento*

Os ativos pertencentes ao fundo estão divididos em duas contas: a conta de investimento do governo (*Government Investment Account*), que pertence ao governo de Botswana, e a conta de reservas internacionais (*Foreign Exchange Reserve Account*), que pertence ao Bank of Botswana. Assim, o fundo serve tanto como instrumento de política monetária, garantindo a liquidez da autoridade monetária do país (através da conta de reservas), como instrumento de política fiscal (através da conta de investimento), seja como fonte de investimentos ou como fonte de receita para cobrir eventuais déficits fiscais.

O fundo não possui regras operacionais explícitas para controlar o fluxo de recursos financeiros, seguindo princípios orçamentários genéricos definidos pelo Banco Central local. Os investimentos não são divulgados e não são claras as regras sobre uso de receitas de recursos minerais como garantia de operações financeiras pelo governo.

A gestão de risco da carteira de investimentos é feita com base nas notas das agências de rating *Moody's* e *Standart and Poor's*. Investimentos¹⁸³ em países membros do G7 devem ter ratings superiores à Baa3 (*Moody's*) e BBB- (*S&P*). Investimentos em países fora do G7

¹⁸² Case Study: Botswana's Management of the Pula Fund Observance of the Santiago Principles

¹⁸³ Em investimento, classificação de crédito (também chamada de nota de risco, rating, classificação de risco, avaliação de risco, notação de risco ou notação financeira de risco) avalia o valor do crédito de emissões da dívida de uma empresa ou um governo. É análogo às notações de crédito para pessoas físicas. Sendo AAA considerado o melhor grau de investimento e C/D grau especulativo, com auto risco de calote. Conforme Entenda o que é <http://economia.uol.com.br/financas-pessoais/guias-financeiros/entenda-o-que-e-grau-de-investimento.htm>

devem ter rating mínimo de Aa2 e AA. Além disso, impõe-se que os recursos devem ser investidos fora do país. Ao investir no exterior, o Bank of Botswana reduz a exposição da economia à atividade mineral, por diversificar suas fontes de receita. Dessa forma, um choque no mercado de diamantes, por exemplo, pode ter seu efeito fiscal mitigado por um bom resultado dos investimentos do *Pula Fund* no exterior.

Os investimentos do *Pula Fund* envolvem ativos de longo prazo, como títulos públicos e ações de empresas de capital aberto negociadas em bolsas de valores. A alocação desses investimentos é determinada de maneira discricionária pelo Banco Central de Botswana¹⁸⁴, visando a maximizar o retorno. No caso das receitas da conta de reservas internacionais, o retorno é maximizado levando em conta a liquidez dos ativos, visto que eles devem estar à disposição do Banco Central para eventuais necessidades em caso de picos de retirada de recursos estrangeiros do país.

2.5. Alberta Heritage Savings Trust Fund (AHSTF) – Alberta, Canadá

A província de Alberta¹⁸⁵, localizada no Canadá, concentra 70% de todo o petróleo do país, que por sua vez detém a terceira maior reserva comprovada de petróleo do mundo, ficando atrás apenas da Arábia Saudita e Venezuela¹⁸⁶. Contudo, diferente desses países, trata-se de uma monarquia constitucional.

No que diz respeito à propriedade do petróleo, aproximadamente dois terços do território de Alberta é composto por *Crown Lands*, terras públicas de propriedade da província, o que significa dizer que 81% do petróleo e demais recursos não renováveis pertencem ao governo da Província e os outros 19% estão divididos entre o governo federal – que detém a propriedade em nome de povos aborígenes e Parques Nacionais – e instituições privadas ou pessoas físicas.

¹⁸⁴ Bank of Botswana. Annual Report, 2015. p. 54. Disponível em: <http://www.bankofbotswana.bw/assets/uploaded/AR%202015%20Text.pdf> Último acesso em: 04 jan. 2016.

¹⁸⁵ Para fins comparativos, a província equivale a um ente federativo estadual no Brasil.

¹⁸⁶ Não leva em consideração a reserva agregada da OPEP.

A maior parte do petróleo encontrado nessa área está na forma de areia betuminosa (mistura composta por água, areia, argila e betume), isto é, petróleo muito pesado e denso que requer o processo de diluição ou aquecimento para fluir na forma líquida (óleo). Dos quase 173 bilhões de barris de reserva comprovada, aproximadamente 168 bilhões¹⁸⁷ estão na forma de areia betuminosa¹⁸⁸. Apesar da necessidade do processamento referido, de acordo com a Associação dos Produtores de Petróleo Canadense, 167 dos 173¹⁸⁹ bilhões de barris disponíveis no território canadense podem ser retirados com a tecnologia atual.

Com o aumento dos preços do petróleo nos anos 70, uma proposta para criação de um fundo surgiu no fim de 1974. Já em 1975 os royalties do petróleo atingiram o percentual de 41% da receita do governo e 29% do PIB da província, culminando em um extenso debate durante as eleições daquele ano e a edição do *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act* em 1976, que instituía o *Alberta Heritage Savings Trust Fund* (AHSTF).

O processo democrático das eleições de 1975 fez com que a opinião pública tivesse voz na criação do fundo, embora não tenha havido consulta formal de qualquer tipo. Roberto Bacon e Silvana Tordo¹⁹⁰ atribuem ao então premiê de Alberta, Peter Lougheed, a articulação da definição dos objetivos do fundo. O premiê governou a província entre 1971 e 1985 com esmagadora maioria do parlamento da província e seu partido permanece no poder até os dias de hoje.

¹⁸⁷ Alberta Energy Oil Fact Sheet. Disponível em: <http://www.energy.alberta.ca/OilSands/pdfs/AlbertasOilSandsFactsJan14.pdf> Acesso em: 05.abr.2015.

¹⁸⁸ Segundo publicação do governo de Alberta. Disponível em: https://albertacanada.com/files/albertacanada/AOSID_Quarterly_Update_Summer2013.pdf Acesso em: 05 abr. 2015.

¹⁸⁹ No começo de 2015, a agência governamental americana *Energy Information Administration* calculou as reservas provadas canadenses em 172.481 bilhões de barris. Disponível em: <http://www.eia.gov/cfapps/ipdbproject/IEDIndex3.cfm?tid=5&pid=57&aid=6> Acesso em: 10 fev. 2015.

¹⁹⁰ BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006.

Para exploração dos recursos naturais é necessário obter uma licença através de um processo de arrendamento, que começa com leilões públicos das terras em questão¹⁹¹ e a concessão dos chamados direitos minerais¹⁹².

O fundo foi iniciado com um aporte governamental de 1,5 bilhão de dólares canadenses, 30% da renda obtida pelo governo a partir dos *royalties* de recursos não renováveis daquele ano. Conforme definido em lei, o referido fundo é de propriedade da Coroa (Seção 1 da Lei¹⁹³), isso porque o Canadá é uma monarquia constitucional independente desde 1982¹⁹⁴, com o mesmo chefe de Estado do Reino Unido. A Rainha do Canadá, portanto, é Elizabeth II.

2.2.1. Arcabouço Legal

O *Heritage Fund* foi criado através de Lei, conhecida como *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*, de 1976, que já em seu preâmbulo estabeleceu como finalidade do fundo “a formação e administração de uma poupança a partir dos recursos não-renováveis de Alberta fornecendo os maiores retornos financeiros sobre essas economias para as gerações atuais e futuras de Alberta”¹⁹⁵; definiu como principais objetivos o fortalecimento e diversificação da economia, a melhora da qualidade de vida na província, o financiamento de projetos de

¹⁹¹ De acordo com informações do Alberta Energy, o Ministério da Energia de Alberta. As informações podem ser encontradas no site do Ministério. Disponível em: <http://www.energy.alberta.ca/LandAccess/pdfs/ERSfsEDUAtenure.pdf> e http://www.energy.alberta.ca/OurBusiness/Environment_Resource_Services.asp Acesso em: 03 abr. 2015.

¹⁹² *Mineral rights*, que complementam os direitos de superfície (*surface rights*)

¹⁹³ Section 1. (1.1) The Crown is the legal and beneficial owner of the Heritage Fund.

¹⁹⁴ Canada Act, aprovado no parlamento inglês.

¹⁹⁵ “WHEREAS the mission of the Heritage Fund is to provide prudent stewardship of the savings from Alberta’s non-renewable resources by providing the greatest financial returns on those savings for current and future generations of Albertans”

capital¹⁹⁶ e, ainda, tornar-se uma espécie de fonte de receitas para o futuro, substituindo as receitas de petróleo e gás natural, em razão de seu esgotamento¹⁹⁷.

Ocorre que desde 1976, a legislação vem sofrendo diversas alterações, tanto no que diz respeito à aplicação dos seus recursos, quanto à parcela de receitas destinadas ao fundo, prejudicando diretamente a acumulação de recursos. Em 1982, por força das dificuldades econômicas enfrentadas, o percentual de receitas de recursos não renováveis destinados ao AHSTF foi reduzido de 30% para 15% e em 1987 as transferências cessaram, tendo sido destinadas ao orçamento geral da província.

Em 1996 a legislação sofreu nova alteração e redefiniu as finalidades do AHSTF, a promoção de desenvolvimento social e econômico da província foi substituída pela formação de uma espécie de Conta de Contingência, cujo desígnio é fornecer recursos ao orçamento fiscal nos anos em que as despesas excederem as receitas, esvaziando completamente a sua finalidade original.

Adiante-se, desde logo, que o que se observará ao longo das descrições a seguir é que desde a criação do AHSTF, as estruturas de organização, fonte e montante de receitas, formas de governança e transparência, e tipos de investimento, bem como as próprias finalidades do fundo, vêm sofrendo modificações, sem que, no decorrer de mais de 40 anos, o fundo possa ser considerado estável.

2.2.2. *Fonte de financiamento e composição de receitas*

Uma vez que uma terra é identificada como potencial depósito de areia betuminosa, os direitos de mineração para aquela área são comprados, seja pela iniciativa privada, seja pela Coroa (*Alberta Energy*) via *Public Offerings* (leilões).

No início da exploração de petróleo e gás em Alberta, os royalties eram calculados projeto a projeto, o que permitia à Província dividir os riscos da exploração com os

¹⁹⁶ De modo geral, infraestrutura, ativos realizáveis a longo prazo: escola, estrada, parque, etc

¹⁹⁷ Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/history.html> Acesso em: 10 fev. 2015.

produtores, cobrando uma taxa mínima no início e aumentando à medida que o empreendimento se consolidasse e os riscos econômicos fossem diminuindo. Esse curso de ação ajudava os projetos a se concretizar, mas causava incertezas quanto ao valor das futuras taxas de cobrança, conduzindo à implementação de um novo modelo de cobrança sistemática em 1997¹⁹⁸, que se caracteriza por ser um regime genérico de pagamento de royalties incidentes sobre lucro ou sobre a produção de petróleo.

Vale ressaltar que os *Royalties* são a principal parcela da receita advindas da exploração de recursos não renováveis, a estimativa oficial é de que 83% sejam provenientes de royalties incidentes sobre Betume e petróleo convencional. Além disso, o governo arrecada com aluguéis, taxas, arrendamentos e bônus¹⁹⁹. Dessa forma, são consideradas receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás, para fins de cálculo das transferências para o AHSTF, as seguintes cobranças (tradução livre)²⁰⁰:

- a) Royalties de gás natural e subprodutos
- b) Royalties de petróleo convencional
- c) Royalties de petróleo oriundo de areia betuminosa
- d) Royalties de carvão
- e) Bônus e vendas de arrendamentos da coroa
- f) Aluguéis e taxas
- g) Royalty especial (parte de um Programa de Estímulo à Perfuração)
- h) Crédito de Imposto de Royalty de Alberta

Com a promulgação do *Fiscal Management Act* em 2013, as regras dos fluxos de dinheiro para dentro e para fora da conta do fundo mudaram com o objetivo de transformar o AHSTF em um fundo de poupança de fato, deixando para trás suas tarefas de promoção

¹⁹⁸ Alberta Oil Sands Oil Guidelines. Disponível em: http://www.energy.alberta.ca/OilSands/pdfs/Royalty_Guidelines.pdf Acesso em: 10 fev. 2015.

¹⁹⁹ Plano fiscal 2014-17 do governo de Alberta, p. 23

²⁰⁰ Natural Gas & By-product Royalty; Conventional Oil Royalty; Oil Sands Royalty; Coal Royalty; Bonuses & Sales of Crown Leases; Rentals &; Special Royalty Features (for 2009/10 and 2010/11 is the Energy Industry Drilling Stimulus program; ARTC - Alberta Royalty Tax Credit.

de desenvolvimento econômico e social imediato, como ficou conhecido na alteração que o *AHSTF Act* sofreu em 1996. Nesse sentido, a *Contingency Account* substituiu o antigo *Alberta Sustainability Fund*, mantendo a função estabilizadora do mecanismo original.

Em anos em que os custos operacionais do governo excedam as respectivas despesas operacionais, o financiamento desse déficit deve vir da conta de contingência, que, por sua vez, tem seu valor estipulado em, no mínimo, cinco bilhões de dólares canadenses²⁰¹. Se o balanço na Conta de Contingência for superior a esse valor e a Província operar com superávit nas suas operações, o executivo não é obrigado a transferir recursos para a Conta. Caso contrário, deve fazer com que o balanço da conta alcance os cinco bilhões, ou o mais próximo disso, quando o superávit não for suficiente para alcançar a meta.

O objetivo, com a Conta de Contingência, é que o saldo operacional do governo, somado ao que for transferido da Conta, não seja negativo, como expresso na seção 2 do *Fiscal Management Act*²⁰².

As receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás são transferidas para os vários fundos do governo da província de Alberta, sendo o AHSTF um deles. A escolha de quanto cada fundo receberá pertence ao executivo, mais especificamente ao Conselho do Tesouro do Ministério das Finanças da Província. As receitas oriundas da exploração de recursos não renováveis deverão ser transferidas para os fundos²⁰³ seguindo os parâmetros que entrarão em vigor no ano fiscal 2015-16. São eles:

- a) 5% dos primeiros \$10.000.000.000,00 no ano fiscal;
- b) 25% dos próximos \$5.000.000.000,00 no ano fiscal
- c) 50% acima dos \$15.000.000.000,00 no ano fiscal

²⁰¹ *Fiscal Management Act* de Alberta, seção 3. Disponível em: <http://www.qp.alberta.ca/documents/Acts/f14p5.pdf>

²⁰² At the end of a fiscal year, actual operational expense must not exceed actual operational revenue plus any amount allocated from the Contingency Account under section 5(3)(b).

²⁰³ AHSTF, Alberta Heritage Science and Engineering Research Endowment Fund, Alberta Heritage Foundation for Medical Research Endowment Fund e Alberta Heritage Scholarship Fund.

Vale notar que as transferências se submetem à regularidade do balanço da Conta de Contingência, de modo que só serão realizadas se a conta referida estiver no nível mínimo recomendado pela lei²⁰⁴. Se esta estiver abaixo dos cinco bilhões de dólares canadenses, terá prioridade na transferência de recursos,²⁰⁵ já as transferências do fundo para a conta do governo (*General Revenue Fund*) devem obedecer à necessidade de corrigir os efeitos da inflação sobre o AHSTF, e o excedente disso, durante os anos fiscais de 2013-14 e 2014-15, está a cargo da discricionariedade do Ministro²⁰⁶. Para o exercício de 2015-16, maior fatia das receitas deve permanecer no fundo:

- a) 30% da receita líquida do fundo ou;
- b) a quantidade necessária para a "blindagem contra inflação"

Para 2016-17, a lógica permanece, mas o percentual do item (a) passa para 50% e a partir de 2017-18, toda a receita líquida do fundo deve permanecer nele.

O AHSTF valia 17.2 bilhões de dólares canadenses em 31/12/2014, de acordo com o último relatório trimestral²⁰⁷ e obteve uma taxa real de retorno líquido de 6% em 2013-14²⁰⁸:

²⁰⁴ Fiscal Management Act

²⁰⁵ Seção 3, item 5 do Fiscal Management Act.

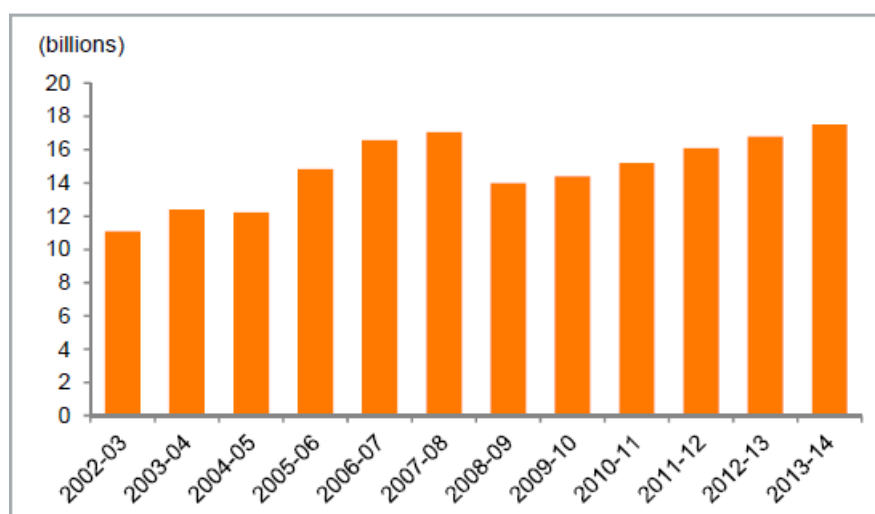
²⁰⁶ Seção 8 do *AHSTF Act*

²⁰⁷ AHSTF 3rd quarter report 2014-15, p. 2

²⁰⁸ AHSTF 3rd Quater Report 2014-15 página 2

Figura 3 AHF Valor de Mercado

Market Value at Fiscal Year End



Fac-símile. *Alberta Heritage Savings Trust Fund Annual Report*, 2013-14, pág. 1.

Como se observa, a falta de disciplina fiscal acompanhada de recorrentes mudanças nas regras de financiamento do fundo de Alberta prejudicou, para não dizer que quase inviabilizou, o AHSTF. O fundo ainda não pode ser considerado estável. E não há indicativos de que esteja, de fato, consolidado.

2.2.3. Destinação dos recursos

Para cumprir seus objetivos, muitas vezes conflitantes, em sua lei original (de 29/1976), o fundo era administrado pela *Investment Management Division of Alberta Revenue* (Tesouro da Província – Coroa), e os seus recursos deveriam ter sido empregados em:

- a) Investimentos em projetos que proporcionassem benefícios sociais e econômicos de longo prazo para o povo de Alberta, mas que não fossem, por natureza, projetos que gerassem retornos.
- b) Investimentos através de empréstimos.
- c) Investimentos que gerassem um retorno razoável para o fundo e/ou que fortalecessem e diversificassem a economia de Alberta.

O ato não apontava nenhum *benchmark* para os investimentos, de modo que não havia meta de retorno previamente estabelecida. As divisões de investimento criadas eram três:

- a) *Alberta Investment Division (AID)*: a AID realizava empréstimos a outras corporações do governo de Alberta com o objetivo de colaborar com a diversificação da economia e deveria obter um retorno razoável, mas não necessariamente comercial. No começo do fundo essa era a divisão mais importante, com mais de 50% dos empréstimos do fundo, importância que foi diminuindo até 1996, quando a divisão detinha 20% dos empréstimos. A taxa de retorno real média da divisão ficou em torno de 2%. A AID era controlada pelo Comitê de investimento do Conselho Executivo (Gabinete) de Alberta, assim como a CID e a CPD.
- b) *Canada Investment Division (CID)*: à CID cabia emprestar recursos aos governos de outras províncias à taxas abaixo das de mercado, já que Alberta tinha melhor nota de risco do que qualquer outra entidade governamental canadense. Como os empréstimos foram feitos em períodos de altos juros, geraram altos retornos, embora os empréstimos tenham sido feitos somente até 1982. As taxas de retorno real médio dessa divisão ficaram em torno de 10%. A fatia máxima que essa divisão poderia ter dos ativos do fundo era de 15%. Entre 1977 e 1982, seis províncias emprestaram dinheiro do Fundo, num montante de \$1.9 bilhão de dólares canadenses: Manitoba, Quebec, Newfoundland, New Brunswick, Nova Escócia e Prince Edward Island.
- c) *Capital Projects Division (CPD)*: a CPD investia em hospitais, parques, fundos de bolsas de estudo, de pesquisas médicas etc. Não havia análise de custo-benefício que determinasse quais investimentos seriam realizados, mas essa divisão não poderia usar mais de 20% do montante do fundo. Recursos com esses projetos foram gastos até 1995. A CPD tinha um tipo de controle *ex ante* pelo legislativo, já que seus investimentos eram discutidos no parlamento como outros gastos governamentais quaisquer. Era a única divisão que mantinha esse tipo de

controle, portanto só 20% dos gastos do fundo eram passíveis de algum controle *ex ante*, por parte do legislativo.

- d) Após 1980 foram criadas mais duas divisões:
- e) *Comercial Investment Division*: a Divisão de Investimento Comercial foi criada para investir nos mercados canadenses de ações e moedas, mas respondia por uma fração pequena dos investimentos do fundo até 1997. Depois disso, o fundo passou a organizar-se para maximizar retornos financeiros, tornando central a atividade dessa divisão.
- f) *Energy Investment Division (EID)*: deveria investir em dívidas ou ações que facilitassem o desenvolvimento do setor de energia do Canadá, mas não teve vida longa.

Nessa época, todos os *royalties* e pagamentos de bônus recebidos pela Coroa eram depositados primeiro no tesouro da província, depois transferidos para o *General Revenue Fund (GRF)*. As transferências deste para o AHSTF, que deveriam ser da ordem de 30% das receitas decorrentes da exploração de recursos não renováveis, seriam realizadas anualmente, através de uma lei anual, a *Alberta Heritage Trust Fund Special Appropriation Act*. Os pagamentos seriam realizados mensalmente durante o ano e poderiam ser baseados em estimativas de receitas a serem recebidas ao longo do exercício. A transferência reversa, do AHSTF para o GRF, seria feita no fim do ano se as transferências do GRF para o AHSTF superassem os 30%.

A partir de 1983, porém, os ganhos do fundo passaram a ser transferidos para a conta do governo, enquanto que as transferências deste para o fundo tornaram-se cada vez menores até 1987, quando cessaram. Não havia nenhum mecanismo de proteção do valor do fundo contra a inflação.

Só em 1995 – quando o governo da Província realizou uma pesquisa de opinião pública intitulada "*Can I interest you with a \$11 billion dollar decision?*", iniciando uma série de consultas públicas sobre o fundo e o resultado obtido indicou a preferência dos cidadãos de Alberta por um fundo que priorizasse as gerações futuras, com rendimentos de longo prazo – foi que o legislativo emendou o *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*, levando ao formato de 1996. O novo formato aboliu todas as divisões apresentadas acima,

os ativos do AHSTF foram transferidos para fundos de *endowment*²⁰⁹ e portfólios de transição, e o fluxo de entrada e saída de dinheiro também sofreu alterações. O fundo não poderia mais ser usado como instrumento direto de desenvolvimento econômico e social.

Também na mesma reforma de 1996 entrou em operação a comissão da assembleia legislativa que supervisiona o fundo, o *Standing Comitee on the Alberta Heritage Savings Trust Fund*. Também foi essa reforma que acabou com as divisões de investimento e introduziu um novo plano de negócios, no qual o fundo deveria obedecer ao princípio do investidor prudente, buscando menores riscos e retornos de longo prazo. O fundo se tornava um fundo de acumulação, deixando para trás suas funções de fundo estratégico.

Em 1998 o governo levou à cabo outra pesquisa, sobre as prioridades fiscais dos habitantes da província. Nessa, aumentar a poupança do fundo recebeu 19,2% dos votos, atrás da eliminação da dívida da província (que viria a ocorrer até 2002), reduzir os impostos (vale notar que os cidadãos de Alberta são os que menos pagam impostos no país); e aumentar o gasto em áreas prioritárias.

No começo dos anos 2000, após o pagamento da dívida pública da província, outra pesquisa sobre as prioridades fiscais dos locais foi feita, na qual o aumento do fluxo de dinheiro para formação de poupança no fundo foi maior ainda (34%), ficou atrás de redução de impostos e aumento de gastos em programas específicos²¹⁰. Perguntados sobre o que fazer com picos de receita, como em casos de aumento súbito do preço do petróleo, 52% dos entrevistados preferiram aumentar a poupança do fundo, atrás somente da opção de abatimentos de impostos (com 57%).

O portfólio existente no modelo pré-reforma, com suas divisões de investimento, foi dividido em duas partes: um portfólio de transição, que seria utilizado para administrar as necessidades fiscais imediatas da província, e outro portfólio de *endowment* que visava a

²⁰⁹ Fundos de *endowment* são fundos nos quais retiradas regulares financiam uma determinada atividade, ou mesmo as operações correntes. Um portfólio de transição agrupou todos os investimentos anteriores em uma única carteira de investimentos, durante o período de transição do fundo.

²¹⁰ Site oficial do AHSTF, página sobre a história do fundo disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/history.html> Acesso em: 12 fev. 2015.

maximizar retornos de longo prazo. Ao longo do tempo, o portfólio de transição foi sendo transferido para este último, transição concluída em 2002.

Em 2008, o governo de Alberta criou a AIMCo – *Alberta Investment Management Corporation* – para operar o investimento de seus fundos, incluindo o AHSTF. Em 2013, o *Fiscal Management Act* introduziu novas regras de transferência de dinheiro para o fundo e mudou algumas características da estrutura fiscal da província.

Atualmente, a regra que rege a retirada de recursos do fundo é semelhante à norueguesa; um mínimo dos retornos dos investimentos deve ser mantido no fundo, e o excedente poderá ser transferido para o orçamento da província, mais precisamente para a rubrica *General Revenue Fund*. Esse mínimo a ser mantido é o menor das duas opções seguintes²¹¹: (a) rendimento financeiro líquido dos ativos do fundo no exercício, ou (b) o excedente operacional líquido do ano anterior, multiplicado pelo índice de inflação da província²¹², se o índice de inflação for maior do que zero – caso seja menor, utiliza-se zero. Essa regra evita que o fundo sofra desvalorização no seu valor real, salvo nos casos em que o retorno dos investimentos seja menor do que a taxa de inflação.

2.5.1. Governança, transparência e controle

O Ministro das Finanças da província de Alberta é o responsável pelos ativos do Fundo, sua gestão, disponibilidade e investimento (Seção 2 do *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*). A Assembleia Legislativa de Alberta possui um comitê composto por nove parlamentares para supervisionar as atividades do fundo, chamado de *Standing Comitee on the Alberta Heritage Savings Trust Fund*. Dos nove participantes, no mínimo três devem pertencer ao partido de oposição ao governo (a não ser que existam menos de três parlamentares na oposição, ou que estes não queiram preencher as vagas às quais têm direito). As funções do comitê são:

²¹¹ *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*: a seção 8 determina a regra de repasse ao *General resource Fund*, e a seção 11 dispõe sobre a regra de *Inflation-proofing*.

²¹² *Alberta Consumer Price Index*

- a) Receber e revisar os relatórios trimestrais sobre a operação e os resultados do Fundo;
- b) Aprovar os Relatórios Anuais do fundo
- c) Rever, ao final de cada exercício fiscal, a performance do fundo, e informar ao legislativo se a missão daquele está ou não sendo cumprida;
- d) Promover reuniões públicas com os habitantes de Alberta sobre as atividades de investimento e os resultados do fundo. (Seção 6)

Cabe ressaltar que sua composição reflete aquela da Assembleia Legislativa, o que, no caso de um governo parlamentarista como o canadense, acaba por refletir o partido do chefe do executivo da esfera em questão. Portanto, o partido que comanda o executivo tem maioria no comitê, o que leva a crer que esse é um possível motivo pelo qual o comitê não costuma confrontar a administração do fundo.²¹³

Seguindo a sequência dos responsáveis, o Auditor-Geral de Alberta é o auditor do AHSTF, o *President of Treasury Board and Minister of Finance* é o responsável pela gestão e pelos investimentos do fundo, e o *Department of Treasury Board and Finance* cuida de sua estratégia de longo prazo, desenvolvendo a política de investimento e monitorando sua performance.

Além disso, a partir dos anos 2000, os relatórios anuais e os relatórios do auditor sobre o AHSTF passaram a ser publicados na internet. A reforma de 1996 também inseriu vários dos mecanismos atuais de controle e prestação de contas, como os relatórios trimestrais, os planos de negócios trianuais e anuais, tornando o fundo mais transparente. Em 2003 foi criado o Comitê de políticas de fundos de *endowment*, que se reúne trimestralmente para rever as atividades realizadas e fazer novas recomendações a respeito do plano de negócios, relatório anual e relatório sobre a política de investimento.

Em 2007 com a edição do *Alberta Investment Management Corporation Act*, um organismo específico é criado para fazer a gestão do Fundo, denominado *Alberta Investment*

²¹³ BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006. p. 25

Management Corporation (AIMCo), trata-se de uma corporação do governo de Alberta que gerencia vários fundos públicos, incluindo o AHSTF e fundos de pensão do governo. Na prática, as operações de compra e venda de ações, títulos e outros investimentos do portfólio são feitas pela AIMCo. Em outras palavras, o Ministério das Finanças da província delega à AIMCo o lado operacional da gestão do fundo.

Em resumo, o AHSTF se reporta, por um lado, ao auditor-geral da província de Alberta, e por outro, ao Departamento do Conselho do Tesouro e Finanças, bem como ao Ministro das Finanças. Este, por sua vez, se reporta ao Premiê de Alberta e ao *Standing Comitee*, que se reporta à Assembleia Legislativa.

Fazendo o caminho inverso nessa cadeia hierárquica, teremos o seguinte: o Premiê escolhe o Ministro, a Assembleia Legislativa escolhe o Comitê; este faz a revisão da performance do fundo e informa ao legislativo. O Ministro das Finanças/Presidente do Conselho do Tesouro é o responsável último pelo AHSTF. O *Department of Treasury Board and Finance* elabora as políticas de investimento e as diretrizes do Fundo, ouvindo a AIMCo, que é responsável pela operação do mesmo.

2.2.4. *Política de Investimento dos ativos*

Considerando que a finalidade do fundo é administrar sua poupança para atingir o maior retorno financeiro possível para a geração presente e para gerações futuras²¹⁴, com a condição de seguir o princípio do investidor prudente, o dinheiro do fundo é investido visando retornos de longo prazo, seja em Ações, renda fixa, ou investimentos no setor imobiliário. Os investimentos devem ser feitos com o intuito de maximizar os retornos financeiros de longo prazo, segundo o princípio do investidor prudente²¹⁵. (Seção 3)

²¹⁴ De acordo com o preâmbulo da versão atual do *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*:

²¹⁵ O princípio do investidor prudente é uma forma de evitar riscos desnecessários na gestão do fundo.

Ao final de março de 2014, o relatório trimestral de fevereiro de 2015 traz os mesmos percentuais de divisão por tipo de investimentos²¹⁶: 18% do *Assets* do fundo são de renda fixa, 29% são de *inflation sensitive and alternative investments* – que incluem investimentos em infraestrutura e em *Real State* –, e 53% são *equities* (ações).

2.6. Alaska: Alaska Permanent Fund (APF)

O ponto de partida para compreender a concepção do Fundo Soberano de Riqueza do estado do Alaska²¹⁷ é o ano de 1969, quando foi realizado seu primeiro leilão de direitos de perfuração em terras públicas, na baía de *Prudhoe*. A operação levantou sozinha US\$ 900 milhões, valor que representava oito vezes o orçamento do Estado no ano anterior (US\$ 112 milhões).

Até a recente descoberta do xisto, a baía de *Prudhoe* era considerada o maior campo de petróleo da América do Norte e sua exploração foi de tamanha relevância que influenciou a construção do oleoduto Trans-Alaska, maior projeto privado de construção do mundo até a data de sua construção, entre 1974 e 1977, além de provocar um *boom* na economia local – um entre os tantos que caracterizam a história econômica do território do Alasca, como ocorreu durante a exploração de ouro e cobre, por exemplo.

A população do estado é de 738.432 habitantes (2015)²¹⁸, o que corresponde a apenas 0,23% da população estadunidense, parcela bastante tímida²¹⁹. Em 2014, o PIB do Alasca

²¹⁶ Disponível em <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/quarterly-reports/2014-3rdq/Heritage-Fund-2014-15-3rd-Quarter-Report.pdf>

²¹⁷ Diferentemente dos outros entes nacionais e subnacionais abordados nesta pesquisa, não há a mesma variedade de índices socioeconômicos em relação ao estado do Alasca disponíveis para consulta em fontes seguras. As fontes procuradas incluem o Banco Mundial, BEA (U.S. Bureau of Economic Analysis), U.S. Census Bureau, University of Alaska Anchorage, Alaska Department of Natural Resources, State of Alaska Official Website. Foram utilizadas as palavras-chave: *alaska economy*; *alaska gdp*; *alaska exports*; *alaska oil production*; *alaska natural resources*; *alaska hdi*; *alaska development history*; *alaska economy history*.

²¹⁸ Alaska Demographics by Cubit. Disponível em: <http://www.alaska-demographics.com/>. Último acesso: 14/12/2016.

²¹⁹ Banco Mundial. USA. Population, total. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/SP.POP.TOTL?locations=US>. Último acesso em: 14/12/2016

chegou a US\$ 49 bilhões²²⁰ e, nesse mesmo ano, a atividade de mineração, exploração de petróleo e gás representou 24%²²¹ do PIB do estado, enquanto o total de renda dos recursos naturais correspondeu a 1,1% do PIB dos Estados Unidos. Em 2015 a relação entre receitas da atividade mineradora e receitas totais foi ainda maior, chegando a 28% das receitas totais do Estado²²².

Dado o histórico de instabilidade econômica do Alasca, pontuado por vários ciclos de bolhas e estouros, as discussões, iniciadas pelo Legislativo local, sobre a finalidade do fundo tiveram início assim que o AFP recebeu seu primeiro depósito, em 1977, no valor de US\$ 734.000,00. Ali se pretendia definir qual seria a finalidade do fundo. Dois caminhos estavam sendo discutidos: deveria ser um fundo de investimentos²²³ para o futuro (na forma de poupança), ou funcionar como um banco de desenvolvimento? Muito foi discutido à época²²⁴.

Prudhoe Bay atingiu seu pico de produção em 1998²²⁵ e tem caído desde então. Na maioria dos anos desde sua criação, o fundo foi a segunda maior fonte de receitas do governo estadual, atrás somente das próprias receitas de petróleo.

²²⁰ CAO, Lam e TATE, Robert. Gross Domestic Product by State. BEA. Disponível em: https://bea.gov/scb/pdf/2016/07%20July/0716_gdp_by_state.pdf. Último acesso em: 14/12/2016

²²¹ Alaska Annual Economic Outlook: 2014-2015. University of Alaska Center for Economic Development. Disponível em: https://www.uaa.alaska.edu/academics/business-enterprise-institute/center-for-economic-development/reports/documents/2014-2015_alaska-annual-economic-outlook.pdf. Último acesso em: 14/12/2016

²²² Mais informações sobre a arrecadação do Alasca podem ser encontrados nos seguintes sites: <https://useiti.doi.gov/downloads/federal-revenue-by-location/>
<https://factfinder.census.gov/faces/tableservices/jsf/pages/productview.xhtml?src=bkmk>
<https://useiti.doi.gov/explore/>

²²³ Aqui o sentido de banco de investimento é: investimento do dinheiro com a finalidade de obter retornos, o que é diferente de um fundo de desenvolvimento, que visa a dinamizar a economia, financiando projetos de capital e empresas. Ambos investem, mas com estratégias, metas e meios diferentes.

²²⁴ BACON e TORDO. 2006, p. 38.

²²⁵ *Idem*, p. 37.

2.6.1. Arcabouço Legal

O estabelecimento de um fundo constitui uma exceção dentro do arcabouço constitucional do Estado do Alasca, que proíbe expressamente *dedicated funds* (fundos direcionados ou, como usualmente utilizamos no ordenamento financeiro brasileiro, fundos com receitas vinculadas), isto é, a vinculação de verbas do Estado a um fim específico é expressamente vetada, razão pela qual a criação do AFP se deu por meio de previsão constitucional e não por lei ordinária.

Desta forma, considerando que a Constituição do Alasca estabelece em seu artigo 8º que o Poder Legislativo irá "deliberar sobre a utilização, desenvolvimento e conservação de todos os recursos naturais pertencentes ao Estado, incluindo terra e águas, visando o máximo benefício de sua população²²⁶", em 1976 foi proposta a votação de emenda à Constituição do Estado do Alasca com a finalidade de alterar a Constituição e criar um Fundo Soberano. Votada através de plebiscito realizado junto com as Eleições Gerais do mesmo ano, a Proposta de Emenda à Constituição obteve 75,588 a favor de sua criação, contra 38,513 negativos:

Proposition No. 2: This proposal would amend Article IX, Section 7 (Dedicated Funds) and add a new section to Article IX, Section 15 (Alaska Permanent Fund) of the Alaska Constitution. It would establish a constitutional permanent fund into which at least 25 percent of all mineral lease rentals, royalties, royalty sale proceeds, federal mineral revenue sharing payment and bonuses received by the state would be paid. The principal of the fund would be used only for income-producing investments permitted by law. The income from the fund would be deposited in the State's General Fund and be available for appropriation for the State unless law provided otherwise.

É importante notar que a emenda constitucional não menciona uma *Conta de Reserva de Lucros*, somente uma conta com o Principal. De fato, é possível compreender o *Permanent Fund* como dois fundos separados, cada um correspondente a uma conta.

A exceção determinada na Constituição, porém, só se aplica à parcela referente ao valor principal, as receitas geradas a partir dos rendimentos do fundo são, assim como as demais receitas, depositadas na conta corrente do governo (*general fund*), a não ser que lei

²²⁶ Tradução livre do Artigo VIII, seção 2. General Authority

específica preveja o contrário, possibilidade prevista na própria Constituição do Alasca²²⁷. Isto é, só é possível sacar da conta principal se um plebiscito assim autorizar, uma vez que demandaria uma emenda constitucional²²⁸.

A questão só foi resolvida em 1980, quando o primeiro modelo foi adotado. O Fundo Permanente seria gerido de maneira independente do Tesouro do Estado, evitando misturar gasto e poupança; os investimentos só seriam realizados dentro do próprio Alasca se o nível de risco e retorno fosse similar a outras oportunidades de investimento, mas os rendimentos do fundo estariam disponíveis para uso do Poder Legislativo.

O papel de promover desenvolvimento econômico foi deixado para agências estaduais de fomento, com capital de fora do Alasca e também com receitas de petróleo não depositadas no fundo. Entre essas agências estão: a *Alaska Housing Financial Corporation* e o *Alaska Industrial Development and Export Authority*²²⁹.

2.6.2. *Fonte de financiamento e composição de receitas*

O fundo é composto por duas contas diferentes, uma *Principal*, composta pelo percentual das receitas destinadas ao fundo, cujos recursos devem ser investidos; e o retorno financeiro depositado denominado *Earnings Reserve* ou Reserva de Lucros, são creditados no fundo geral e podem ser sacados ao fim de cada exercício fiscal²³⁰:

²²⁷ All income from the permanent fund shall be deposited in the general fund unless otherwise provided by law.

²²⁸ Emendas à Constituição do Alasca se dão, entre outros, por meio de plebiscito; na forma mais comum, a proposta de emenda deve ser aprovada por mais de dois terços de cada casa do legislativo estadual, para então ser colocada à voto nas próximas eleições gerais. Outra forma de emenda é nas *Constitutional Conventions*, que podem ser convocadas pelo legislativo a qualquer momento, ou nas *Call By Referendum*, que ocorrem, constitucionalmente, a cada dez anos. Ainda assim, as emendas à Constituição ficam sujeitas à ratificação pelo eleitorado. Esses processos estão descritos na Constituição do Alasca, seção 13.

²²⁹ Agências de fomento Alaskans Guide to the Alaska Permanent Fund

²³⁰ Outra fonte de receitas de petróleo para o Estado são os pagamentos de indenização em disputas legais, onde algo em torno de 60 casos contribuíram com mais de US\$ 6.8 bilhões em pagamentos diretos (Tsalik 2003). Desde 1990, esses pagamentos têm sido depositados numa conta separada, a *Constitutional Budget Reserve Fund* (CBRF), que é utilizada para ajudar a equilibrar o orçamento.

Alaska Permanent Fund – At least twenty-five percent of all mineral lease rentals, royalties, royalty sale proceeds, federal mineral revenue sharing payments and bonuses received by the state shall be placed in a permanent fund, the principal of which shall be used only for those income-producing investments specifically designated by law as eligible for permanent fund investments. All income from the permanent fund shall be deposited in the general fund unless otherwise provided by law.

Como pode ser observado, devem ser depositadas num fundo permanente pelo menos 25% das receitas de petróleo oriundas de *mineral lease rentals, royalties, royalty sale proceeds, federal mineral revenue sharing payments e bonuses received by the state*²³¹²³². Assim, o fluxo de receitas é composto por quatro fontes²³³:

- a) Receitas derivadas de petróleo, automaticamente depositadas no Fundo de acordo com a Constituição Estadual;
- b) Receitas adicionais depositadas através de ato legislativo específico;
- c) Receitas oriundas dos rendimentos do fundo que o Legislativo transfere para o fundo, cuja finalidade é a manutenção de seu valor real frente à inflação; e
- d) Perdas e ganhos não realizados, que dependem da volatilidade do mercado, afetando o valor dos investimentos

²³¹ É importante notar que nenhuma dessas receitas inclui impostos ou taxas sobre a comercialização de derivados de petróleo e gás natural, portanto esses 25% não incidem sobre a receita governamental total dos recursos minerais.

²³² Em tradução livre: rendas de locação, royalties, proventos da venda de royalties, transferências federais de partilha de receita mineral, bônus recebidos pelo Estado.

²³³ Alaskans Guide to the Alaska Permanent Fund, p. 14.

Figura 4 APF - Receitas



A figura acima representa as receitas que compõem o fundo. As duas fontes de recursos estão representadas em laranja e azul, royalties e retornos do próprio fundo, respectivamente. Estas vão para o Principal e são investidas. Os ganhos consolidados vão para a reserva de dividendos, a segunda conta do fundo. Essa reserva, descontado o necessário para atualizar o valor real do Principal, pode ser gasta pelo governo, ou reinvestida no fundo.

É válido notar que não estão inclusos entre as receitas acima aquelas oriundas de tributação sobre comercialização e produção de petróleo e gás, de modo que, computando todas as receitas (tributárias e não tributárias), as transferências para o fundo representam cerca de 10% das receitas totais de recursos não-renováveis²³⁵

²³⁴ Fonte: *An Alaskan's Guide to the Permanent Fund*. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/publications/2009AlaskansGuide.pdf>

²³⁵ BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006.

2.6.3. Destinação dos recursos

A ênfase de toda decisão de investimento do fundo é manter o valor do Principal, tendo em vista sua finalidade de formação de poupança, desta feita o retorno sobre investimento é secundário, não deve colocar em risco os recursos investidos. Com isso em mente, as estratégias adotadas para manutenção do fundo são:

- a) Os recursos só podem ser utilizados em investimentos que gerem retorno financeiro (não são feitos investimentos de caráter social ou econômico sem retorno financeiro)
- b) Todos os investimentos devem ser feitos de acordo com a regra do investidor prudente. Esse parâmetro fiduciário (*fiduciary standard*) requer que as decisões de investimento sejam feitas com inteligência, prudência e discrição. É primordial a necessidade de diversificar o investimento em várias classes de investimento diferentes – ações, títulos de dívida, renda fixa, imobiliário etc., – para proteger o investidor da volatilidade do mercado ou de um setor;
- c) Todos os investimentos são feitos visando retorno financeiro. Nenhum investimento pode ser feito por motivações político-sociais.
- d) A política de investimento do Fundo busca assegurar diversificação e taxas de retorno competitivas em investimentos de alta qualidade.

A renda do fundo fica depositada na conta de reserva de dividendos. No dia 30 de junho de cada ano, o legislativo pode se apropriar do saldo da conta, com vistas a distribuir dividendos aos habitantes do Alasca, proteger o valor do fundo frente à inflação, e usar esses recursos para qualquer destinação legal. Todo o lucro (ou seja, o montante depositado na conta Reserva de Dividendos) do fundo pode ser apropriado pelo legislativo, mas o Principal não. Portanto, as principais aplicações do lucro são: dividendos distribuídos à população, proteção contra inflação, poupança e diversos. Desde o começo do fundo, até 2009, 49% dos lucros foram poupados.²³⁶

²³⁶ Alaskans Guide to the Alaska Permanent Fund, p. 26.

Gráfico 3 APF - Uso do retorno do Fundo



Alaskans Guide to the Alaska Permanent Fund, pág. 29.

2.6.4. Governança, transparência e controle

Os investimentos transferidos ao APF são administrados pela *Alaska Permanent Fund Corporation (APFC)*, entidade semi-independente criada em 1980 pelo Poder Legislativo estadual, que procurou estruturar a organização de forma que estivesse resguardada de interesses políticos e pudesse ser responsabilizada pelos seus atos em relação aos recursos investidos. Dessa forma, seu Conselho de Administradores (*Board of Trustees*) é formado por seis membros; sendo quatro deles membros da sociedade, com notório conhecimento em finanças e áreas correlatas, indicados pelo Governador e eleitos para mandatos de quatro anos, e os demais são chefes do *Department of State* (as funções deste se assemelham as de um secretário estadual no Brasil), um dos quais, por lei, deve ser o *Comissioner of Revenue*.

A escolha dos membros do conselho foi uma das formas de o Poder Executivo manter certo controle sobre o Fundo, já os mandatos fixos são uma forma de garantir certa independência. A demissão de um dos membros requer que o Governador justifique sua decisão através do encaminhamento de uma carta de justificativa ao legislativo. Outros mecanismos de controle são a necessidade de submeter o orçamento anual da Corporação à aprovação do Legislativo e o dever do fundo de reportar suas atividades em relatórios trimestrais e anuais para o Orçamento do Legislativo, que tem o poder de conduzir auditorias na APFC. Por fim, o Comitê de Auditoria do fundo pode requerer auditorias externas independentes nas atividades da APFC

O Conselho também é responsável por determinar a estratégia de investimentos do APF, sempre observando o seu objetivo principal: manter o seu valor real e maximizar o retorno financeiro no longo prazo.

Um diretor executivo, empregado pelo Conselho, é responsável pela operação do fundo e tem liberdade para escolher o pessoal que lhe aprovar. O fundo terceiriza funções não operacionais, visando ao menor custo operacional possível para o contribuinte.²³⁷

2.6.5. *Política de Investimento dos ativos*

A estratégia de investimento visa a entregar um retorno real médio de 5% ao ano no longo prazo. O fundo procura manter seus investimentos em ativos com níveis conservadores, para preservar o valor do Principal. A diretoria acredita que, no longo prazo, existe uma relação entre nível de risco tomado e taxa de retorno sobre investimento. Desse modo, é possível assumir um nível moderado de risco, já que o objetivo do fundo é obter retornos de longo prazo. A diretoria do fundo busca diversificar o portfólio o máximo possível para diluir os riscos de sua carteira.

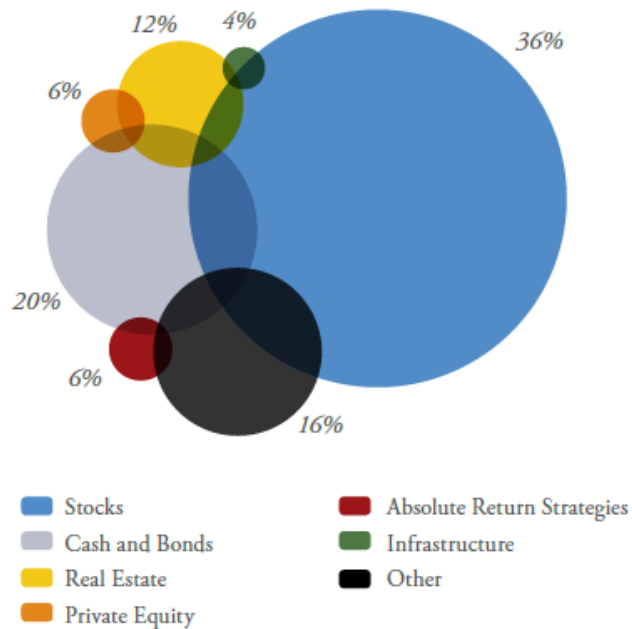
O fundo foi desenhado para diminuir tanto quanto possível a possibilidade de discricionariedade no gasto dos recursos. Assim, segue abaixo gráfico demonstrando a diversificação dos investimentos do fundo:

Gráfico 4 APF - Alocação de Recursos (2009)

²³⁷ *Ibidem*, p. 32.

APFC TARGET ASSET ALLOCATION

By Traditional Asset Class for Fiscal Year 2014



Alaskans Permanent Fund Corporation. Annual Report, 2013-14, 2014, pág.. 6.

A figura acima mostra como a APFC diversifica os investimentos do fundo. A maior parte está concentrada nas categorias de ações, que representam 36% do total de investimento, e de moedas e títulos, mais seguras, com 20%. O fundo ainda investe no mercado imobiliário e no de empresas de capital fechado, sendo este último considerado um mercado mais arriscado.

3. OS FUNDOS FINANCEIROS NO BRASIL

3.1.1. A trajetória jurídica relativa aos Fundos Públicos brasileiros

A história dos fundos no Brasil está relacionada à atividade orçamentária e data do início do século XX. O Código de Contabilidade Pública de 1922, em seu art. 83, definiu *fundo especial* como o “produto das fontes de renda a que, em virtude de preceitos de lei e de estipulações contratuais, houver sido determinada aplicação especial”.

Já a utilização dos fundos na administração de receitas vinculadas a finalidades específicas foi tratada pela primeira vez na Constituição de 1934, e sua utilização estava expressamente prevista no amparo à maternidade e à infância (art. 141), no desenvolvimento da educação (art. 157, §§ 1º e 2º), entre outras coisas.

Observe-se que desde sua origem, a função de vinculação entre receita e finalidade específica estava prevista. Mas, não obstante a previsão constitucional, Maldonado Sanches²³⁸ afirma que entre os anos 1934 até 1966 foram poucos os resultados concretos na utilização dos fundos. O autor atribui tais resultados à ausência de normas legais que regulamentassem a utilização e o funcionamento dos fundos, que só foram editadas em 1964, com a promulgação de Lei 4.320/64 que estatuiu normas gerais de direito financeiro. E representou um avanço na legislação brasileira no que se refere aos fundos.

Em seus artigos 71, 72, 73 e 73²³⁹ a Lei 4.320/64 dispõe sobre o conceito e as principais características do Fundo Especial, que, apesar da denominação “especial”, refere-se ao fundo – instrumento de gestão pública financeira– ordinariamente utilizado. Os referidos artigos representam uma sistematização das principais noções atinentes aos fundos,

²³⁸ SANCHES, Osvaldo Maldonado. Fundos Federais: origens, evolução e situação atual na administração federal. *Revista de Administração Pública*. Vol. 36, n 4, p. 627-670. Rio de Janeiro, jul. de 2002. P. 630-631.

²³⁹ Art. 71. Constitui fundo especial o produto de receitas especificadas que por lei se vinculam à realização de determinados objetivos ou serviços, facultada a adoção de normas peculiares de aplicação. Art. 72. A aplicação das receitas orçamentárias vinculadas a fundos especiais far-se-á através de dotação consignada na Lei de Orçamento ou em créditos adicionais. Art. 73. Salvo determinação em contrário da lei que o instituiu, o saldo positivo do fundo especial apurado em balanço será transferido para o exercício seguinte, a crédito do mesmo fundo. Art. 74. A lei que instituir fundo especial poderá determinar normas peculiares de controle, prestação e tomada de contas, sem de qualquer modo, elidir a competência específica do Tribunal de Contas ou órgão equivalente.

e mais, sua edição instituiu uma referência normativa para criação dos próximos, diretrizes normativas inexistentes até então.

Na sequência, foi publicado o Decreto-Lei nº 200/67 (posteriormente modificado pelo Decreto-Lei nº 900), criando uma nova figura jurídico-orçamentária, os fundos especiais de natureza contábil, sem, contudo, definir o que diferencia a natureza contábil da natureza financeira. Assim, dispõe o §2º do art. 17 que “nos casos de concessão de autonomia financeira, fica o Poder Executivo autorizado a instituir fundos especiais de natureza contábil, a cujo crédito se levarão todos os recursos vinculados às atividades do órgão autônomo, orçamentários e extra-orçamentários, inclusive a receita própria”.

A despeito da indeterminação decorrente das novas expressões, o referido decreto impulsionou a criação de muitos fundos públicos especiais, uma vez que veio a reforçar a relação entre fundos públicos, vinculação de receitas e maior autonomia financeira.

No ano seguinte foi promulgado o Decreto nº 93.872/1986 que dispõe sobre a unificação dos recursos de caixa do Tesouro Nacional e finalmente apresentou a diferença entre os conceitos de Fundo Especial Contábil e Fundo Especial Financeiro:

Art. 71. Constitui Fundo Especial de natureza contábil ou financeira, para fins deste decreto, a modalidade de gestão de parcela de recursos do Tesouro Nacional, vinculados por lei à realização de determinados objetivos de política econômica, social ou administrativa do Governo.

§ 1º São Fundos Especiais de natureza contábil, os constituídos por disponibilidades financeiras evidenciadas em registros contábeis, destinados a atender a saques a serem efetuados diretamente contra a caixa do Tesouro Nacional.

§ 2º São Fundos Especiais de natureza financeira, os constituídos mediante movimentação de recursos de caixa do Tesouro Nacional para depósitos em estabelecimentos oficiais de crédito, segundo cronograma aprovado, destinados a atender aos saques previstos em programação específica.

Na sequência, entrou em vigor a Constituição de 1988, atualmente vigente, que manteve a utilização dos *Fundos Públicos*, cuja previsão no decorrer do texto constitucional pode ser observada de duas formas distintas. Ou há no texto constitucional a previsão expressa do próprio fundo, ou há a previsão de autorização para criação posterior de um fundo, por meio de lei específica. Cerca de 50 fundos foram instituídos no período entre 1967 e 1988.

Registre-se que os fundos previstos no texto da norma Constitucional são de natureza diferentes, são eles: Fundo de Participação dos Estado e Distrito Federal (FPE), o Fundo de Participação dos Municípios (FPM), previstos nos artigos 157 e 158, e os Fundos de Financiamento do Norte, Fundo de Financiamento do Nordeste e o Fundo de Financiamento do Centro-Oeste, previstos no artigo 159, inciso I, alínea “c”.

A Constituição, diante da necessidade de melhor regulamentação das normas de gestão financeira, onde se inclui o tratamento dos Fundos, prevê a edição de Lei Complementar para “estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta bem como condições para a instituição e funcionamento de fundos” (art. art. 165, parágrafo 9º, II), o que provavelmente resolveria boa parte das imprecisões existentes na legislação de finanças públicas. Até o momento a referida Lei Complementar não foi editada. Nesse caso, ainda vige a Lei nº 4.320/64, recepcionada como Lei Complementar nos dispositivos que tratam dos assuntos constantes do art. 165, parágrafo 9º, inciso II, e recepcionada como lei ordinária em seus outros dispositivos²⁴⁰.

Dessa forma, o tratamento jurídico vigente que poderá ser aplicado aos fundos pode ser sistematizado da seguinte maneira: Constituição Federal, Lei nº 4.320/1964, Decreto-Lei nº 200/1967, Decreto nº 93.872/1986 e a Lei de Responsabilidade Fiscal que faz referência apenas a “fundos”, sem especificar qual, ou que tipo.

3.1.2. *Origem e Definição dos Fundos no ordenamento jurídico brasileiro*

Um *fundo*, na definição de José Maurício Conti, pode ser definido como “um conjunto de recursos utilizados como instrumento de distribuição de riqueza, cujas fontes de receita lhe são destinadas para uma finalidade determinada ou para serem distribuídas segundo critérios pré-estabelecidos”²⁴¹. Outros autores, como Heleno Taveira Torres e Felipe da Cunha Rodrigues, passam direto à definição dos fundos dispostos na Lei nº

²⁴⁰ CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundo de Participação*. São Paulo: editora Juarez de Oliveira, 2001, p. 76.

²⁴¹ Idem., p. 75 e 76.

4.320/1964, em seu art. 71, onde são referidos como *Fundos Especiais* e definidos da seguinte maneira²⁴²:

Os fundos especiais são os instrumentos financeiros especiais que se prestam para permitir o financiamento de determinadas despesas públicas, sempre segundo disposição legal. Assim, pela própria natureza destes instrumentos, sua criação tem implicações tanto sobre os ingressos quanto sobre os gastos, pois cumpre saber quais recursos serão destinados ao fundo, e onde e como poderão ser empregados estes valores.

Na mesma linha, Regis Fernandes de Oliveira²⁴³ entende que a definição do que seja Fundo está no próprio texto do art. 71 da Lei nº 4.320/64, constituindo “o produto de receitas especificadas que por lei se vinculam à realização de determinados objetivos ou serviços, facultada a adoção de normas peculiares de aplicação”, e alerta que podem ser divididos em dois tipos diferentes, (1) fundos de destinação e (2) fundo de repartição, cuja explicação será retomada mais adiante.

As definições apresentadas acima têm um caráter amplo, uma vez que a finalidade de cada fundo, a forma como está organizada a transferência dos recursos que o compõem e a forma pela qual suas receitas serão distribuídas, podem variar segundo a determinação contida em cada lei que os criou. Assim, diante da confusão e/ou generalidade em relação aos tipos e nomenclaturas atribuídas aos fundos existentes, bem como da dificuldade em apresentar uma definição para cada um, faz-se necessário buscar compreender como essa figura está prevista na legislação e na doutrina brasileira.

São recorrentes as menções aos fundos, especialmente em normas relacionadas às finanças públicas, com o mais diversos títulos: Fundos Especiais, Fundos Especiais de Natureza Contábil, Fundos Especiais de Natureza Financeira, Fundos Soberanos, Fundos Fiscais, Fundos de Equalização, Fundos Rotativos, Fundos Orçamentários, Fundos de Destinação, Fundos de Repartição, Fundos de Reserva, Fundos de Garantia etc. Embora já bastante difundidos e populares na administração pública brasileira, *os fundos públicos* –

²⁴² TORRES, Heleno Taveira e RODRIGUES, Felipe da Cunha. *Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas Regime Jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008*. Belo Horizonte: Fórum, 2012. pág. 24.

²⁴³ OLIVEIRA, Regis Fernandes. *Curso de Direito Financeiro*, 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

instrumentos orçamentários e financeiros – são pouco estudados quando se trata da sua sistematização e classificação no ordenamento jurídico.

Além das referências aos muitos tipos de fundos, há também uma lista extensa de menções a fundos em espécie. Só na Lei Orçamentária Anual – LOA é possível identificar referências a mais de 40 títulos diferentes²⁴⁴.

O aumento substancial do número de fundos no decorrer dos anos, aspecto considerado negativo por muitos estudiosos e técnicos da administração pública, como Maldonado Sanches²⁴⁵, trouxe consequências, como a dificuldade de controle na gestão dos recursos, a falta de uniformização das normas em torno dos fundos, aumento dos custos operacionais do tesouro, entre outras coisas.

Fazendo um paralelo entre presente e passado, houve uma mudança importante no contexto jurídico e nos objetivos para os quais o instrumento Fundo Público era utilizado. Nos anos 1930 e seguintes, as dificuldades burocráticas e técnicas de manipulação – no

²⁴⁴ Em consulta à Lei Orçamentária Anual de 2015 foram identificados os seguintes fundos: Fundo Rotativo da Câmara dos Deputados, Fundo Partidário, Fundo de Imprensa Nacional, Fundo de Defesa da Economia Cafeeira, Fundo de Fiscalização das Telecomunicações, Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico, Fundo de Compensação e Variações Salariais, Fundo de Estabilidade do Seguro Rural, Fundo Especial de Treinamento e Desenvolvimento, Fundo de Garantia à Exportação – FGE, Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação, Fundo de Garantia para Promoção da Competitividade – FGPC, Fundo de Defesa de Direitos Difusos, Fundo Penitenciário Nacional – FUNPEN, Fundo Nacional de Segurança Pública, Fundo Nacional Antidrogas, Fundo do Regime Geral de Previdência Social, Fundo Nacional de Saúde, Fundo de Amparo ao Trabalhador, Fundo da Marinha Mercante – FMM, Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações – FUST, Fundo para o Desenvolvimento Tecnológico das Telecomunicações – FUNTTEL, Fundo Nacional de Cultura, Fundo Nacional de Meio Ambiente – FNMA, Fundo Nacional sobre Mudança do Clima, Fundo do Ministério da Defesa, Fundo de Administração do Hospital das Forças Armadas, Fundo do Serviço Militar, Fundo Aeronáutico, Fundo do Exército, Fundo Naval, Fundo de Desenvolvimento do Ensino Profissional Marítimo, Fundo Nacional de Assistência Social, Fundo Nacional de Segurança e Educação do Trânsito – FUNSET, Nacional de Habitação de Interesse Social – FNHIS, Fundo Nacional de Aviação Civil – FNAC, Fundo Nacional para a Criança e o Adolescente – FNCA, Fundo Nacional do Idoso – FNI, Fundo Contingente da Extinta RFFSA - Recursos sob Supervisão do Ministério da Fazenda, Fundo Soberano do Brasil - Recursos sob Supervisão do Ministério da Fazenda, Fundo Social – FS, Fundo Constitucional do Distrito Federal – FCDF. Além dos fundos acima, estão indiretamente mencionados como “Recursos sob Supervisão do Fundo... X” na mesma LOA/2015: Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior/FIEE, Fundo de Terras e da Reforma Agrária/Banco da Terra, Fundo Geral de Turismo/FUNGETUR, Fundo Constitucional de financiamento do Norte/FNO, Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste/FCO, Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste/FNE e o Fundo de Desenvolvimento da Amazônia/FDA. E ainda, não estão na LOA, mas indiscutivelmente existem, o Fundo de Participação dos Estados e o Fundo de Participação dos Municípios.

²⁴⁵ SANCHES, Osvaldo Maldonado. *Idem*, p. 636.

sentido literal – dos recursos públicos eram imensas. O tráfego de dinheiro era realizado manualmente e não havia toda a tecnologia da informação hoje existente, portanto os fundos eram utilizados como instrumento de descentralização de recursos, facilitando o dia a dia do gestor público.

Apesar da vasta lista, e, levando-se em consideração exclusivamente os fundos de competência da União, até o momento não há uma taxonomia para definir os fundos públicos. O que existem atualmente são algumas proposições de classificação ou sistematização que visam a atenuar a confusão conceitual que envolve o tema. São, em sua maioria, publicações e notas técnicas sobre o assunto, elaboradas por estudiosos e/ou técnicos (especialistas) da administração pública que trabalham com a matéria em seu dia-a-dia, em instituições públicas como a Secretaria do Tesouro Nacional, a Secretaria de Orçamento Fiscal e a Receita Federal do Brasil, além de proposições realizadas após rodadas de estudo, como é o caso do Grupo Técnico de Padronização de Relatório – GTREL da STN²⁴⁶, que vem debatendo o tema e faz um esforço no sentido de sintetizar as principais características²⁴⁷ (*ipsis litteris*):

- a) Regras fixadas em lei complementar: as regras para a instituição e o funcionamento dos fundos deverão ser fixadas em lei complementar, tendo sido a Lei nº 4.320, de 1964, recepcionada como tal; (CF/88, art.165, §9º)
- b) Autorização legislativa: a criação de fundos dependerá de prévia autorização legislativa; (CF/88, art.167, IX)
- c) Vedação à vinculação de receita de impostos: não poderá ocorrer a vinculação de receita de impostos aos fundos criados, ressalvadas as exceções enumeradas pela própria Constituição Federal; (CF/88, art.167, IV e §4º)

²⁴⁶ Os documentos referidos são: Atas de Reunião do Grupo Técnico de Padronização de Relatórios – GTREL disponibilizadas pelo Tesouro Nacional, referentes aos dias 14 abr. 2011, 20 out. 2011, 25 out. 2012, 23 mai. 2013, disponíveis no site do Tesouro Nacional; Parecer PGFN nº 1396/2011 em resposta a consulta formulada pela Secretaria do Tesouro Nacional sobre a natureza jurídica dos fundos, com destaque para seus mais diversos tipos, além da necessidade de que sejam inscritos no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica; Nota RFB/Suara/Codac nº 114/2010 sobre fundos público – obrigatoriedade de inscrição no CNPJ na condição de matriz e outras obrigações;

²⁴⁷ Material de discussão do Grupo Técnico de Padronização de Relatórios, 18 a 21 de outubro de 2011. Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/grupo-tecnico-de-padronizacao-de-relatorios-gtrel>> Último acesso em: 05 mai. 2015.

- d) Programação em lei orçamentária anual: a aplicação das receitas que constituem os fundos públicos deve ser efetuada por meio de dotações consignadas na lei orçamentária ou em créditos adicionais; (CF/88, art.165, § 5º e Lei nº 4320, art.72)
- e) Receitas especificadas: devem ser constituídos de receitas especificadas, próprias ou transferidas; (Lei nº 4320, art.71)
- f) Vinculação à realização de determinados objetivos ou serviços: a aplicação das receitas deve vincular-se à realização de programas de trabalho relacionados aos objetivos definidos na criação dos fundos; (Lei nº 4320, art.71)
- g) Normas peculiares de aplicação, controle, prestação e tomada de contas: a lei que instituir os fundos poderá estabelecer normas adicionais de aplicação, controle, prestação e tomada de contas, ressalvadas as normas que tratam dos assuntos e a competência específica dos Tribunais de Contas. (Lei nº 4320, arts.71 e 74)
- h) Preservação do saldo patrimonial do exercício: o saldo apurado em balanço patrimonial do fundo será transferido para o exercício seguinte, a crédito do mesmo fundo; (Lei nº 4320, art.73 e LC nº 101, art.8º, § único)
- i) Identificação individualizada dos recursos: na escrituração das contas públicas, a disponibilidade de caixa deverá constar de registro próprio, de modo que os recursos vinculados a órgão, fundo ou despesa obrigatória fiquem identificados e escriturados de forma individualizada; (LC nº 101, art.50, I)
- j) Demonstrações contábeis individualizadas: as demonstrações contábeis dos entes devem apresentar, isolada e conjuntamente, as transações e operações de cada órgão, fundo ou entidade da administração direta, autárquica e fundacional, inclusive empresa estatal dependente; (LC nº 101, art.50, III)
- k) Obediência às regras previstas na LRF: as disposições da LRF obrigam a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, abrangendo os fundos a eles pertencentes; (LC nº 101, art.1º, § 3º, I,b)

Observa-se que a adoção de fundos pela gestão pública federal aumentou exponencialmente desde a sua normatização no ordenamento jurídico nacional, e junto com o aumento observa-se a introdução aleatória de termos e nomenclaturas que fazem referência

a fundos com finalidades e características diferentes. Dada a expressa determinação da CF/88 para criação de fundos através de lei, sem a correspondente Lei Complementar regulamentadora, em regra, cada novo fundo é instituído com finalidades e estrutura normativa diferentes.

Como consequência, nota-se que a atual legislação geral sobre fundos, apesar de recepcionada, é anterior à Constituição de 1988 e restou ultrapassada, deixando de promover a necessária organização e sistematização que a vasta utilização desse instrumento requer. Há, portanto, uma zona cinzenta que a legislação anterior não é capaz de abordar.

Nesse sentido, vislumbra-se na legislação orçamentária atual a iminente necessidade de que seja efetuada a regulamentação sobre os fundos públicos através de Lei Complementar, conforme determina o art.165, §9º da Constituição Federal.

3.1.3. Natureza e personalidade jurídica

Em razão da necessidade de padronizar as classificações estatísticas nacionais, o IBGE, através de sua Comissão Nacional de Classificação (CONCLA) aprovou a Tabela de Natureza Jurídica– 2009, criando a NJ 120-1– Fundos Públicos, que dispõe²⁴⁸:

Esta Natureza Jurídica compreende:

Os fundos especiais de natureza contábil e/ou financeira, não dotados de personalidade jurídica, previstos nos artigos 71 a 74 da Lei n.º 4.320, de 17/03/1964, criados no âmbito de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem assim dos Ministérios Públicos e dos Tribunais de Contas.

Esta Natureza Jurídica compreende também:

Os fundos de avais criados no âmbito de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem assim dos Ministérios Públicos e dos Tribunais de Contas.

Esta Natureza Jurídica não compreende:

Os fundos especiais dotados de personalidade jurídica como, por exemplo, o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) (no caso do FNDE, ver código 110-4); Os fundos garantidores de parcerias público-privadas (FGP) da União, dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios, previstos na Lei n.º

²⁴⁸ CONCLA Comissão Nacional de Classificação. IBGE. Tabela NJ 120-1 - Fundos Públicos. Disponível em: <http://concla.ibge.gov.br/pt/estrutura/natjur-estrutura/natureza-juridica-2014/120-1-fundo-publico> Último acesso em: 20 mai. 2015.

11.079 de 30/12/2004 (ver código 324-7); Os fundos garantidores de créditos (FGC) (ver código 399-9); Os fundos de investimento imobiliário (ver código 222-4); Os fundos de investimento mobiliário (ver código 222-4); Os fundos de pensão (ver códigos 306-9 e 399-9); As representações, no Brasil, do Fundo Monetário Internacional (FMI) (ver código 501-0); As representações, no Brasil, do Fundo das Nações Unidas para a Infância (Unicef) (ver código 501-0); Os fundos de formatura, de restauração de igreja etc. (ver código 399-9).

Ainda que pareça confuso, a natureza jurídica do instrumento de finanças públicas, é a de Fundo Público. Fundo Público é a própria natureza jurídica. Mas por que se discute de forma recorrente a natureza jurídica dos fundos?

A atribuição ou não de personalidade jurídica é assunto debatido na doutrina de finanças públicas e, por sua vez, traz consequências ao dia a dia do gestor e de terceiros, a exemplo da exigência da Receita Federal do Brasil da inscrição dos Fundos no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica, da possibilidade de contratação de terceiros, endividamento, assinatura de contratos, litigar em juízo etc.

Para José Maurício Conti, são “entes que não têm personalidade jurídica, mas são dotados de capacidade processual, ou seja, podem ser parte em juízo na defesa de seus interesses”²⁴⁹, com exceção dos Fundos de Participação dos Estados e o do Município (FPE e FPM), que não detém essa capacidade, pois tratam-se de simples fórmula matemática, sem autonomia, sendo “apenas e tão-somente como uma etapa intermediária – e necessária – entre as regras de recebimento dos recursos e as regras de distribuição dos mesmos recursos”²⁵⁰. No mesmo sentido, Regis Fernandes de Oliveira lembra que os fundos de participação “não têm direitos próprios, nem obrigações. Correspondem a meros lançamentos fiscais”²⁵¹.

Do mesmo modo, técnicos da administração pública vêm debatendo os problemas enfrentados quando da tomada de decisões em relação às atividades relacionadas aos fundos

²⁴⁹ CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundo de Participação*. São Paulo: editora Juarez de Oliveira, 2001, p. 78

²⁵⁰ Idem, *Ibidem*, p. 79.

²⁵¹ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *op. cit.*, p. 316

e buscam definições, como pode ser conferido em trecho da ata de Reunião do Grupo Técnico de Padronização de Relatórios – GTREL, de 20 de outubro de 2011²⁵²:

O Coordenador do Grupo Técnico, Alex, questionou a representante do Fundo Nacional de Assistência Social sobre quem assina os contratos do FNAS e ela responde que o Ministro é quem assina. Conclui que dessa forma a obrigação não é do fundo, mas sim de quem possui a personalidade jurídica, que é o Ministério. Salientou que o ideal seria que a partir de hoje os fundos se enquadrassem nas normas expostas. Sugeriu, ainda, que dividíssemos a parte conceitual da parte prática, pois a realidade dos fundos é diferente do ideal que a legislação requer, então há necessidade de se fazer uma transição para que se possa focar na situação ideal de gestão.

A representante do Município de Novo Hamburgo, Elisangela, argumentou que, na prática, mesmo não sabendo se estão corretos ou não, contabilizam a receita em nome do fundo e a despesa em nome da prefeitura, com o CNPJ da Prefeitura. Informou que fez consulta e não houve resposta até hoje.

Os debates têm sido recorrentes no meio da administração, pois em razão da omissa legislação de finanças públicas, os problemas que surgem são os mais diversos, como, por exemplo, se o fundo pode estar no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica ou, ainda, se pode ser titular de um contrato, entre outros.

No caso do Fundo Social, suas finalidades são múltiplas, entre elas a criação de uma poupança cujos recursos serão investidos no mercado financeiro, e problemas como os acima mencionados serão enfrentados tão logo o fundo esteja de fato funcionando e seja consolidado. Por exemplo, quem será o titular dos ativos de investimento do mercado financeiro? Essa é uma, entre as várias perguntas que ficam sem resposta.

3.1.4. *Fundos em Espécie*

Vimos que, com o passar do tempo, o número de fundos públicos existentes foi aumentando e se diversificando, o que cria a necessidade, também como já discutido, de uma sistematização, de preferência através da edição da lei de finanças públicas, prevista na Constituição Federal. Enquanto uma taxonomia dos fundos não é criada, na linguagem

²⁵² Disponível

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/368721/CPU_AR_GTREL_20out2011/9e4b4f27-62a5-4e23-8b5d-415a15d23cab Acesso em: 30 jun. 2015. P. 6.

técnica, abaixo são apresentadas classificações conhecidas relativas aos fundos mais recorrentemente observados na prática.

Primeiramente, podemos dividir os fundos por sua origem normativa. Assim, temos os fundos de origem constitucional, expressamente referidos no texto da Constituição de 1988, como o FPE, o FPM e o FUNDEB e os de origem infraconstitucional, onde estão todos os demais fundos públicos que não estão na CF/88.

No entender de Regis Fernandes de Oliveira²⁵³, são dois os tipos de fundos, segundo sua função, (1) Fundo de Destinação²⁵⁴, onde há vinculação de receita para aplicação em determinada finalidade; e (2) Fundo de Participação,²⁵⁵ onde há uma reserva de recursos para distribuição a pessoas jurídicas determinadas, isto é, os fundos são meros intermediários entre a arrecadação e a repartição de recursos, sendo esses fundos de repartição considerados, por alguns, mera conta corrente, como acima mencionado²⁵⁶.

Também podem ser divididos conforme aponta o art. 71 da Lei nº 4.320/64, que expressamente divide os fundos especiais em: (1) contábeis e/ou (2) financeiros, podendo acumular as duas características ao mesmo tempo.

De forma mais detalhada, Maldonado Sanches classifica os fundos segundo um critério de finalidade. São seis tipos de fundos, divididos da seguinte maneira²⁵⁷:

- a) Fundos programáticos: destinados à execução de programas especiais de trabalho;

²⁵³ OLIVEIRA, Regis Fernandes. *Curso de Direito Financeiro*, 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 312.

²⁵⁴ São exemplos de Fundos de Destinação: Fundos de Desenvolvimento das Regiões Norte (FNO), Nordeste (FNE) e Centro-Oeste (FCO), Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de valorização dos profissionais da educação (FUNDEB) e Fundo de Estabilização Fiscal (FEF).

²⁵⁵ São exemplos de Fundo de Participação o Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal, e o Fundo de Participação dos Municípios.

²⁵⁶ CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundo de Participação*. São Paulo: editora Juarez de Oliveira, 2001, p. 78.

²⁵⁷ SANCHES, Maldonado. *Idem*, p. 639 e ss.

- b) Fundos contábeis: destinados, exclusivamente, à realização de inversões financeiras. Operam por intermédio de instituições financeiras oficiais;
- c) Fundos de transferências legais, destinados a sistematizar as transferências derivadas do compartilhamento de receitas e ao cumprimento de encargos impostos por determinações legais;
- d) Fundos de garantia: destinados a propiciar garantias a determinadas operações, definidas em lei. Operam por intermédio de instituições financeiras oficiais e com base em ativos reais caracterizados como compondo o seu patrimônio;
- e) Fundos de incentivos fiscais: destinados a sistematizar os recursos mobilizados, em cada exercício, com base em incentivos fiscais específicos e nos retornos das aplicações em exercícios anteriores.

Já o Grupo Técnico de Padronização de Relatórios – GTREL, vinculado à Secretaria do Tesouro Nacional, propõe o que chama de tipologia de fundos públicos:

- a) Fundos de Transferência e Repartições: são fundos que têm como finalidade entregar os recursos pertencentes aos entes federados, de acordo com os dispositivos constitucionais, ou transferir recursos a determinado ente federado, entidade ou órgão.
- b) Fundos Programáticos: são instrumentos para gestão de recursos vinculados por lei visando ao alcance de objetivos específicos, definidos num programa.
- c) Fundos de Previdência: são fundos integrados de bens, direitos e ativos, com finalidade previdenciária.
- d) Fundos de Financiamentos: fundos destinados à concessão de financiamentos, mediante inversão financeira ou investimento, a determinada região ou setor produtivo, cujos eventuais retornos poderão ser incorporados ao patrimônio do fundo, estabelecendo-se, assim, sua natureza rotativa.
- e) Fundos Garantidores: têm por objetivo cobrir, direta ou indiretamente, total ou parcialmente, o risco de operações financeiras ou atividades produtivas de interesse público.

- f) Fundos de Poupança: são fundos constituídos como reserva para atender determinada situação futura imprevisível ou para estocar recursos para gerações futuras.

Outras muitas classificações poderiam ser apresentadas, que abrangem os fundos atípicos, como fundos rotativos, fundos de equalização, entre outros. Para o presente estudo, consideram-se suficientes as classificações acima apresentadas.

No caso dos Fundos Públicos, apesar da intenção dos diversos autores ser a de conseguir organizar as diferentes construções jurídicas dispostas em cada lei que institui um fundo novo, de forma a identificá-los dentro do universo de instrumentos das Finanças Públicas, o que se observa é que nenhuma das classificações acima expostas parece ter sido capaz de realizar tal intento.

A razão para tal fracasso não nos parece a falta de conhecimento ou habilidade de tantos estudiosos, mas a já referida lacuna legislativa, representada pela falta de uma Norma Geral de Finanças Públicas elaborada após a Constituição Federal de 1988, que permite a criação de fundos públicos através de lei, sem a necessária obediência de regras e diretrizes minimamente padronizadas. Sem essa padronização, a cada novo fundo público criado, um diferente arranjo surge.

3.2. Fundo Social

3.2.1. Estado e petróleo no Brasil

Em 1882 ocorreu a primeira tentativa de encontrar petróleo em território brasileiro de que se tem notícia, com a perfuração de um poço de 488 metros de profundidade por um fazendeiro chamado Eugênio Ferreira de Camargo, na cidade de Bofete-SP.

Quase 50 anos depois, a partir de 1930, formava-se uma consciência industrial, o início da organização de uma classe, o surgimento de uma elite técnico-burocrática, a construção do aparelho do Estado, criando condições materiais para industrialização.

Iniciava-se o período chamado de Nacional Desenvolvimentista²⁵⁸ e, junto com ele, a necessidade de utilização e importação de petróleo já era uma realidade.

Em 1934, já na administração de Getúlio Vargas, a propriedade dos recursos minerais encontrados no subsolo é novamente nacionalizada, retornando à propriedade da União. Parte desse movimento pode ser atribuído à Grande Depressão de 1929, quando o governo se viu forçado a assumir a responsabilidade sobre o petróleo, reforçando o caráter interventor do Estado.

Importante registrar que a Constituição de 1934 ressalvou as propriedades de “jazidas conhecidas” ou de “potencial de energia hidráulica já manifestada”, isto é, anteriores à sua promulgação, independentemente da nacionalização realizada pela Constituição e pelos Códigos²⁵⁹. O reconhecimento dessas propriedades era realizado através do *Manifesto de Minas*, norma típica do período de transição entre o sistema de acessão (previsto na Constituição de 1891) e o dominial (adotado na Constituição de 1934), respeitando os direitos adquiridos das situações consolidadas.

Parece claro que o petróleo começara a ganhar importância na política econômica nacional. Desde a Constituição de 1934, passando pelas de 1937²⁶⁰, 1946²⁶¹, 1967²⁶² até hoje,

²⁵⁸ De acordo com Bresser-Pereira, o modelo desenvolvimentista que vigorou no Brasil entre 1930 e 1960 foi em grande parte vitorioso porque um grande pacto político popular-nacional aproximou o povo das elites burguesas e tecnoburocráticas. BRESSER-PEREIRA, Luís Carlos. Proposta de Desenvolvimento para o Brasil. IN: SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando; e RENAUT, Michel; organizadores. Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri:Manole; Rio de Janeiro:Fundação Konrad Adenauer, 2005.

²⁵⁹ Trata-se da expressão constante do art. 119, da Carta de 1934, que menciona “ainda que de propriedade privada”. No original: “Art. 119. O aproveitamento industrial das minas e das jazidas minerais, bem como das águas e da energia hidráulica, ainda que de propriedade privada, depende de autorização ou concessão federal, na forma da lei”.

²⁶⁰ Art 143 - As minas e demais riquezas do subsolo, bem como as quedas d'água constituem propriedade distinta da propriedade do solo para o efeito de exploração ou aproveitamento industrial. O aproveitamento industrial das minas e das jazidas minerais, das águas e da energia hidráulica, ainda que de propriedade privada, depende de autorização federal.

²⁶¹ Art 152 - As minas e demais riquezas do subsolo, bem como as quedas d'água, constituem propriedade distinta da do solo para o efeito de exploração ou aproveitamento industrial.

²⁶² Art 161 - As jazidas, minas e demais recursos minerais e os potenciais de energia hidráulica constituem propriedade distinta da do solo para o efeito de exploração ou aproveitamento industrial.

em que vigora a Constituição Federal de 1988²⁶³, o regime de exploração é dominial, em que o Estado brasileiro é o titular das riquezas minerais que são destacados da propriedade do solo²⁶⁴.

O Conselho Nacional de Petróleo (CNP) foi criado através do Decreto-Lei de nº 395/1938, e é considerado a primeira iniciativa de estruturação e regulamentação da exploração de petróleo no Brasil. Foi instituído como um órgão autônomo e diretamente subordinado à Presidência da República, responsável pela definição da política petrolífera no período de 1939 a 1960.

Oficialmente, a primeira jazida explorável só foi descoberta em 1939 pelo Departamento Nacional de Produção Mineral, próximo a Salvador (BA), cuja operação foi iniciada em 1949, mais especificamente na região do Recôncavo Baiano. No ano seguinte foi instalada a refinaria Landulfo Alves no município de Mataripe (Bahia) e o primeiro navio petroleiro (embarcação de transporte de petróleo) foi lançado ao mar.

A descoberta de petróleo, já no Estado-Novo, período ditatorial, se deu após a tomada de algumas medidas consideradas estratégicas, dentre elas, a exigência de nacionalidade brasileira aos acionistas de empresas de mineração (Constituição de 1937). Fica nítido o caráter nacionalista do governo brasileiro, que tinha por objetivo excluir o capital estrangeiro da atividade mineradora brasileira.

A falta de recursos disponíveis para viabilizar economicamente a exploração do petróleo brasileiro levou à flexibilização da legislação, tornando-a mais amigável ao capital internacional, apesar da forte pressão da bancada nacionalista, que em 1948 criou o Centro de Estudos e Defesa do Petróleo, responsável pela criação e coordenação da campanha "O petróleo é nosso". No mesmo ano, o presidente Dutra enviou ao congresso o Plano

²⁶³ Art. 176. As jazidas, em lavra ou não, e demais recursos minerais e os potenciais de energia hidráulica constituem propriedade distinta da do solo, para efeito de exploração ou aproveitamento, e pertencem à União, garantida ao concessionário a propriedade do produto da lavra.

²⁶⁴ Para o aprofundamento da trajetória do direito de propriedade dos recursos minerais no Brasil, ler o Capítulo 1 da obra de Fernando Facury Scaff. *Royalties do Petróleo, Minério e Energia. Aspectos Constitucionais, Financeiros e Tributários*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

SALTE²⁶⁵. Menos controverso para o contexto político da época, o plano conseguiu satisfazer de alguma forma tanto os grupos favoráveis à maior intervenção do Estado na política energética, quanto conseguiu obter divisas para que duas refinarias particulares conseguissem adquirir equipamento no exterior.

Nesse contexto, a possibilidade de expansão da produção do petróleo, para diminuir a dependência da importação, dividiu opiniões sobre que rumos a política petrolífera deveria tomar. Se, por um lado, defendia-se a concessão de sua exploração (pesquisa, produção, refino etc.) em razão da carência de recursos estatais para investir na tecnologia necessária à pesquisa e extração, por outro, os chamados Nacionalistas não aceitavam a ideia de concessão à particulares, principalmente se estrangeiros, em razão do caráter estratégico do petróleo para a soberania do país.

Só em 1951 a tentativa de aprovação da criação da empresa estatal petrolífera foi finalmente iniciada (segundo governo Vargas) e nos diversos debates nota-se que a Câmara dos Deputados não entrou nos méritos econômicos de sua estruturação e objetivos, mas na ideologia nacionalista, evitando ao máximo a permissão de entrada de empresas estrangeiras, ainda que isso pudesse significar eficiência econômica, baseada em um modelo racional²⁶⁶:

A Câmara jamais entrou nos méritos econômicos de cada uma das possíveis opções de maneira mais ou menos sistemática. E, o que é mais importante, o objetivo básico da Petrobrás não foi formulado pela maioria dos deputados em termos de uma produção eficiente de petróleo, mas em termos de segurança nacional, uma expressão capaz de abrigar toda a sorte de pre-noções e preconceitos, tal a sua indefinição. Deputados como Arthur Bernardes e Eusébio Rocha não endossariam a tese de Hélio Jaguaribe, para quem a solução nacionalista seria precisamente aquela que viesse ajudar o país a produzir petróleo mais eficientemente.

Finalmente, com a edição da Lei nº 2004, de outubro de 1953, foi fundada a estatal conhecida hoje como Petrobrás, pelo então presidente Getúlio Vargas. Com a finalidade de executar as atividades do setor petrolífero como representante da União, sua inauguração se

²⁶⁵ Plano SALTE.é o nome do plano econômico elaborado pelo governo do presidente Eurico Gaspar Dutra (1946-1950) com a finalidade de estimular o desenvolvimento de setores correspondentes as letras da sigla "SALTE(SALTE (abreviatura de Saúde, Alimentação, Transporte e Energia).

²⁶⁶ CARVALHO, Getúlio. Petrobras: do monopólio aos contratos de risco. Rio de Janeiro: Forense-Universitária, 1977. p. 69.

deu com o início da operação das refinarias de Mataripe (BA) e Cubatão (SP), herdadas do Conselho Nacional do Petróleo, com uma produção estimada em 2.663 barris (1,7% do consumo nacional).²⁶⁷ O país firmava posição na tentativa de produzir petróleo e passou a investir recursos para a sua estruturação, o que permitiu a pesquisa, produção e refino de óleo, contribuindo para o *boom* da industrialização brasileira nas duas décadas posteriores, período conhecido como *Milagre Econômico*. É interessante o depoimento de Jesus Soares Pereira sobre as mudanças de paradigma no setor energético brasileiro à época²⁶⁸:

E aí o Brasil aparece como um dos países que andou com mais rapidez e segurança que os demais. Quando confrontamos os dados anteriores a 1930 com os dados de hoje nos assustamos. Mal conseguíamos acreditar que produzíamos apenas 80 mil toneladas de aço, possuíamos 120 mil veículos e o nosso potencial hidrelétrico não ia além de 900 a 900 mil quilowatts. De petróleo nem sequer se cogitava. Hoje produzimos 8 milhões de toneladas de aço, o nosso potencial hidrelétrico é da ordem de 20 milhões de quilowatts e agora já caminhamos para a auto-suficiência em matéria de combustível líquido.

Em apenas cinco meses, precisamente do final de 1973 até o início de 1974, o preço do petróleo disparou. O aumento chegou a 400%, causando reflexos importantes nos Estados Unidos e na Europa, desestabilizando a economia por todo o mundo. Era o início do fim do milagre econômico brasileiro²⁶⁹.

A crise do petróleo estancou os altos índices de crescimento do país, iniciou o declínio da estratégia nacional desenvolvimentista e abriu espaço à implementação de novas estratégias de política econômica com um caráter neoliberal, bem como para desenvolver a pesquisa de novas jazidas de petróleo. Em 1975 foram adotados os contratos de risco entre a Petrobrás e empresas privadas.

²⁶⁷ Uma linha do tempo com a história do Petróleo pode ser encontrada no Portal Brasil. Disponível em: http://www.brasil.gov.br/linhadotempo/html/tema/lista_epocas?tema=Hist%C3%B3ria%20do%20Petr%C3%B3leo Acesso em 12.ago.2013.

²⁶⁸ PEREIRA, Jesus Soares. Petróleo, energia elétrica e siderurgia: a luta pela emancipação. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1975. p. 165.

²⁶⁹ "O verdadeiro milagre" – Trecho: "Em 1974 o volume físico das importações aumentou em 33,5 por cento, enquanto o das exportações declinava em 1,4 por cento. O saldo negativo da conta corrente da balança de pagamentos alcançou 7 por cento do PIB nesse ano". Celso Furtado, Análise do "Modelo" Brasileiro, 1982, 7ª edição, Editora Civilização Brasileira, Rio de Janeiro

Seis anos depois a Bacia de Campos foi identificada e avaliada em aproximadamente 100 mil quilômetros quadrados, começando na costa norte do estado do Rio de Janeiro e se estendendo até o sul do Espírito Santo. Considerada a maior província petrolífera do Brasil à época, sua exploração começou em 1977, no Campo de Enchova – com produção de 10 mil barris/dia em plataforma flutuante. Na sequência, foram descobertos o Campo de Albacora (1984) e o Campo de Marlim (1985) – ambos na Bacia de Campos, e o Campo de Urucu (1986) na Bacia do Rio Solimões, Região Amazônica²⁷⁰.

Foi no contexto de sucessivas descobertas de reservas de petróleo e sob a visão de que sua exploração era necessária e urgente, que em 1995 foi promulgada a Emenda Constitucional 09/95, alterando a redação dos parágrafos primeiro e segundo do art. 172 da CF, e flexibilizando a exploração do petróleo por terceiros, cuja justificativa consta em seu Projeto:

Visando flexibilizar o monopólio do petróleo de forma que a união possa contratar com empresas privadas a realização das atividades de pesquisa e lavra de petróleo e gás natural, refino de petróleo, importação e exportação de petróleo, gás e derivados, bem como o transporte marítimo de petróleo, derivados e gás natural, inclusive por meio de dutos, devendo a Lei Ordinária regular as condições e relações contratuais concernentes, alterando dispositivos da Constituição Federal de 1988. (Plano FHC).

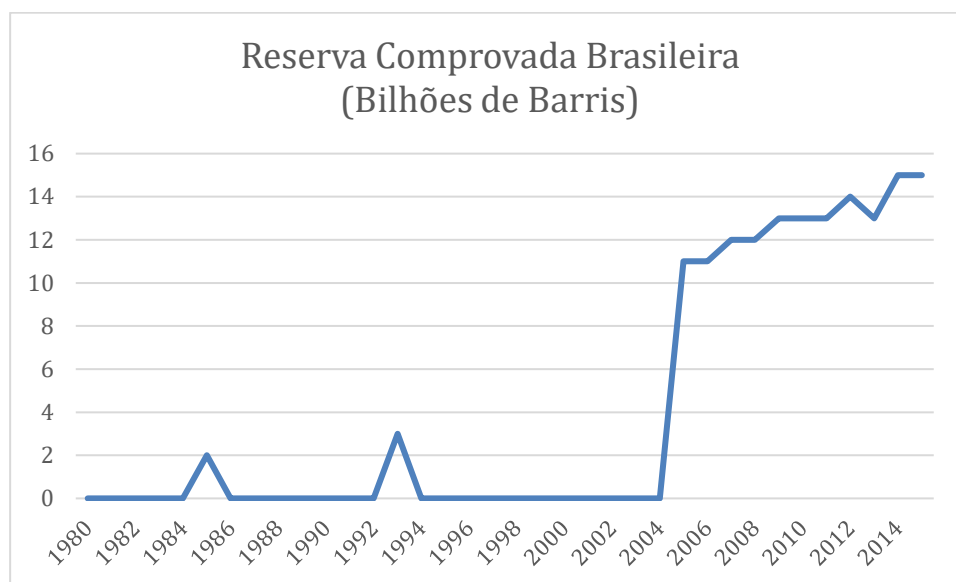
Dois anos depois foi sancionada a Lei do Petróleo, a Lei nº 9.498/97 dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, instituiu o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo etc. A flexibilização de exploração do petróleo representou a permissão de investimento do capital privado naquele que viria a se tornar um dos mais importantes setores da economia brasileira. O Brasil estava no caminho de deixar de ser mero produtor para si, buscando a possibilidade de tornar-se um exportador de petróleo.

Em 2007 ocorreu o último grande marco sobre exploração do petróleo brasileiro, com a divulgação da província petrolífera do pré-sal, área de Tupi, na Bacia de Santos: uma imensa concentração de petróleo e gás natural em águas profundas que poderá representar a

²⁷⁰ Petrobras. Linha do tempo de descobertas de reservas de petróleo no Brasil. <http://www.petrobras.com/pt/quem-somos/nossa-historia/>

ampliação da exploração e produção de óleo e gás no país, com reservas estimadas em 90 bilhões de barris de petróleo, aproximadamente²⁷¹, cuja exploração já foi iniciada²⁷². Se consolidou a alta das reservas comprovadas, como pode ser observado no gráfico abaixo:

Tabela 1 BRASIL - Reserva Comprovada de petróleo



Fonte de dados: U.S. Energy Information Administration. Elaboração própria

Na sequência, foi introduzido um novo regime de exploração, chamado Regime de Partilha, por meio da Lei n 12.351/2010, que ainda causa muito debate, por conta da forma de remuneração – em óleo – introduzida por este Regime. Apesar da relevância de aprofundar a compreensão dos regimes de exploração, o foco de interesse do presente

²⁷¹ LIMA, Paulo César Ribeiro. *Pré-Sal, o novo marco legal e a capitalização da Petrobras*. Rio de Janeiro: editor Synergia, 2011. p. 01.

²⁷² Em setembro de 2008, foi iniciada a primeira produção de Petróleo na camada Pré-Sal, no campo de Jubarte (Bacia de Campos, litoral sul do estado do Espírito Santo), e em janeiro seguinte foi iniciada a operação da plataforma de petróleo da Petrobrás P-51, a primeira plataforma construída 100% no Brasil. Importante frisar que, em 2012, as reservas conhecidas de petróleo da Petrobras atingiram 15,73 bilhões de barris, desta feita, caso a reserva de 90 bilhões de barris seja confirmada, o Brasil poderá vir a figurar entre os maiores detentores de petróleo do mundo.

trabalho é o destino e gerenciamento das receitas destinadas especificamente ao Fundo de petróleo, portanto não entraremos nesta análise.

Nesse contexto, o Poder Executivo encaminhou ao Congresso Nacional uma proposta de Marco Regulatório, formado por quatro projetos de lei, os quais deram origem à Lei nº 12.276/2010²⁷³, Lei nº 12.304/2010²⁷⁴ e à Lei nº 12.351/2010²⁷⁵. A proposta trouxe três principais inovações para a formulação e implementação das políticas públicas no setor energético, porquanto (i) foi estabelecido um novo regramento para a exploração do petróleo na área do pré-sal: o regime de partilha de produção; (ii) criou-se uma nova Empresa Pública, responsável pela gestão dos contratos de partilha de produção e comercialização de petróleo e gás na área do pré-sal, chamada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. – Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA); e (iii) foi instituído o Fundo Social, de natureza contábil e financeira, diretamente vinculado à Presidência da República – foco do presente trabalho.

Apenas a título de curiosidade, desde 2012 já foram realizadas distribuições para o Fundo Social advindas da parcela de arrecadação das receitas de *Royalties* de Petróleo destinadas à União. O percentual de 50% dos recursos previsto na Lei nº 12.858, de 9.9.2013, destinados aos gastos com saúde e educação, já começou a ser transferido. À primeira vista, analisando os relatórios de Execução Orçamentária, parece que não, mas a informação não pode ser rigorosamente confirmada, em razão da falta de clareza e transparência dos orçamentos anuais, das prestações de contas e relatórios de execução orçamentária, razão pela qual fez-se uma solicitação de esclarecimento via Lei de Acesso à Informação no dia 30 de junho de 2015, ao Ministério da Fazenda (responsável pelo Fundo Social) e à

²⁷³ Autoriza a União a ceder onerosamente à Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição Federal, e dá outras providências.

²⁷⁴ Autoriza o Poder Executivo a criar a empresa pública denominada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA) e dá outras providências.

²⁷⁵ Dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, sob o regime de partilha de produção, em áreas do pré-sal e em áreas estratégicas; cria o Fundo Social – FS e dispõe sobre sua estrutura e fontes de recursos; altera dispositivos da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997; e dá outras providências.

Secretaria do Tesouro Nacional, que até hoje não foi respondida. A informação encontrada se refere apenas à parcela destinada ao FS, conforme tabela abaixo²⁷⁶

Tabela 2 Receitas transferidas ao Fundo Social

Beneficiário	Ano	Royalties	Part. Especiais	Royalties + PE
Fundo Social	2012	R\$ 1.245.479.925,05	R\$ 0,00	R\$ 1.245.479.925,05
Fundo Social	2013	R\$ 1.293.831.355,83	R\$ 0,00	R\$ 1.293.831.355,83
Fundo Social	2014	R\$ 1.480.961.051,40	R\$ 0,00	R\$ 1.480.961.051,40
Fundo Social	2015*	R\$ 445.740.890,40	R\$ 0,00	R\$ 445.740.890,40

Elaboração própria

Fonte: InfoRoyalties, a partir de Agência Nacional do petróleo.

* Valor dos depósitos até maio de 2015.

Considerando que os valores acima ainda não contam com os frutos da exploração da Camada pré-sal, espera-se que quando tal ocorrer a arrecadação tenha um grande aumento, significando enorme volume de recursos a ser poupado.

3.2.2. Arcabouço Legal

O Fundo Social do petróleo foi criado pela Lei nº 12.351 de 2010, que dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, sob o regime de partilha de produção, em áreas do pré-sal e em áreas estratégicas, desde já, definindo sua finalidade, objetivos, estrutura e fontes de recursos, entre outras providências.

Segundo o artigo 47 da referida lei, sua finalidade é constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento, tais como a educação, a cultura, o esporte, a saúde pública, a ciência e tecnologia, o meio ambiente e a mitigação e adaptação às mudanças climáticas. Para tanto, estão expressos na própria lei os seguintes objetivos:

²⁷⁶ Tabela 2.17 do Anuário Estatístico 2013 da Agência Nacional de Petróleo. Disponível em: <http://www.anp.gov.br/?pg=66833> Acesso em: 25.out.2013.

- a) Constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;
- b) Oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e
- c) Mitigar as 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.

Como se nota, sua característica estruturante é a formação de uma poupança de longo prazo que não só deve beneficiar a geração presente ao promover o desenvolvimento através da aplicação dos seus rendimentos financeiros nos projetos previstos no art. 47, mas garantir recursos (financeiros, sociais e econômicos) às gerações vindouras.

O Fundo Social não tem como função combater os efeitos macroeconômicos relacionados ao paradoxo dos recursos, nem mesmo se presta a ser um instrumento de política monetária ou fiscal. Em análise recente sobre o FS, Marcos Tadeu de Souza²⁷⁷ comenta a orientação que permeou o processo legislativo que deu origem ao Fundo, ficando bastante clara a finalidade de resguardar o equilíbrio entre o gasto presente e a constituição de poupança pública, que visa a resguardar as futuras gerações.

O Fundo Social permite, num primeiro momento, reter os recursos provenientes da exploração de petróleo e gás para fazer aplicações preferencialmente no exterior. Essas aplicações proporcionarão um retorno financeiro que será, então, apropriado anualmente pelo orçamento fiscal e destinado ao custeio de áreas importantes, como educação e saúde. O Fundo permite que uma fonte de renda temporária e volátil se transforme numa fonte de renda regular e mais estável para as atividades orçamentárias prioritárias do governo no presente e no futuro.

²⁷⁷ SOUZA, Marcos Tadeu Napoleão de. *O Fundo social e o PL nº 323, de 2007*. Consultoria Legislativa. Brasília, Câmara dos Deputados. Agosto/2013. p.

A razão de ser do FS desde a sua criação está bastante clara e bem representada nas finalidades e objetivos expressos na Lei que o criou. Ainda resta pendente sua regulamentação.

3.2.3. Fonte de Financiamento e composição de receita

Inicialmente, os recursos que compõem o Fundo Social são aqueles provenientes da exploração e comercialização de petróleo e gás listados na lei que instituiu o FS, no entanto o texto da referida lei admite que outras fontes de receita possam a vir ser determinadas posteriormente. Até o momento as receitas vinculadas ao fundo são as seguintes:

- a) Parcela do valor do bônus de assinatura destinada ao FS pelos contratos de partilha de produção;
- b) Parcela dos royalties que cabe à União, deduzidas aquelas destinadas aos seus órgãos específicos, conforme estabelecido nos contratos de partilha de produção, na forma do regulamento;
- c) Receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei;
- d) Os royalties e a participação especial das áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão destinados à administração direta da União, observado o disposto nos §§ 1º e 2º deste artigo;
- e) Os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades;
- f) Outros recursos destinados ao FS por lei.

A parcela de recursos referentes aos Royalties da União é dividida conforme a tabela abaixo:

Tabela 3 Percentual de repartição de royalties

	Royalties Terrestres			Royalties Marítimos		
Fundo Social da União	Partilha 15%	Concessão 5% Obrigatório	Concessão entre 5% e 10%	Partilha 15%	Concessão 5% Obrigatório	Concessão entre 5% e 10%
	15%	Zero	25%	22%	20%	20%

Elaboração própria com base na Legislação

Diferente do observado nos demais fundos, as receitas destinadas ao Fundo Social são basicamente receitas classificadas no ordenamento jurídico brasileiro como Receitas Correntes Patrimoniais, não há transferência de Receitas Tributárias. É importante registrar a existência de uma discussão em torno da exploração de petróleo e gás no Brasil, que não serão investigadas, pois que o trabalho se presta a analisar a situação pós-arrecadatória, no entanto não podem deixar de ser citadas. Primeiro: saber em que espécie de bem público o petróleo deve ser enquadrado; a depender da resposta dada, é possível extrair consequências a respeito da classificação dos royalties enquanto receita pública – receita corrente ou receita de capital²⁷⁸.

Ao contrário do que se previa, a arrecadação do fundo em 2014 não alcançou nem um quarto do valor esperado. O Projeto de Lei Orçamentária de 2014 autoriza o uso de R\$ 13,43 bilhões do fundo, sendo R\$ 6,7 bilhões para a geração de poupança e outros R\$ 6,7 bilhões para ações na área de educação²⁷⁹.

²⁷⁸ Essa discussão pode ser aprofundada com a leitura de FERNANDES, Andressa Guimarães Torquato. Direito financeiro aplicado ao setor do petróleo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013; MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Bens públicos: função social e exploração econômica: o regime jurídico das utilidades públicas. Belo Horizonte: Fórum, 2009; BERCOVICI, Gilberto. Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais. São Paulo: Quartier Latin, 2011; e SCAFF, Fernando Facury. Royalties do Petróleo, Minério e Energia. Aspectos Constitucionais, Financeiros e Tributários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. SILVEIRA, Alexandre Coutinho. Governança pública de royalties: Federalismo fiscal e futuras gerações. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. 2014.

²⁷⁹ O Projeto de Lei Orçamentária de 2014 está disponível no site do Orçamento Federal do governo, e pode ser acessado através do link http://www.orcamentofederal.gov.br/orcamentos-anuais/orcamento-2014/orcamentos_anuais_view?anoOrc=2014

No quadro geral, nota-se que mesmo quase quatro anos depois de sua criação, o FS tem apenas sua Unidade Orçamentária no Orçamento da União²⁸⁰, mas ainda não foi regulamentado. Ou seja, 50% dos seus recursos foram “desviados” pela lei de 2013, os outros 50% seguem o objetivo principal do fundo e já podem ser identificados no Orçamento da União, mas ficam estanques, não são investidos e não geram retornos.

3.2.4. Destinação dos recursos

Nos moldes em que foi concebido, o FS pode ser considerado um Fundo de Destinação, com finalidades intergeracionais (i.e., formação de poupança e promoção do desenvolvimento) Vale ressaltar que a finalidade de cada fundo de destinação é específica, logo os recursos arrecadados não poderão ter destino diverso. Há uma clara vinculação de recursos, prevista na própria Constituição, que autoriza a criação destes fundos.²⁸¹

O FS pode ainda ser classificado como Fundo Soberano de Riqueza, de acordo com a classificação proposta pelo Fundo Monetário Internacional, que os distingue em cinco modalidades, considerando-se as suas características dominantes²⁸²: fundos de estabilização,

²⁸⁰ Segundo o Manual de Contabilidade aplicada ao setor público, 6ª ed., elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional: A Unidade Orçamentária faz parte da classificação institucional do orçamento público. “Constitui unidade orçamentária o agrupamento de serviços subordinados ao mesmo órgão ou repartição a que serão consignadas dotações próprias (art. 14 da Lei nº 4.320/1964). Os órgãos orçamentários, por sua vez, correspondem a agrupamentos de unidades orçamentárias. As dotações são consignadas às unidades orçamentárias, responsáveis pela realização das ações”. p. 67. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/456785/CPU_MCASP+6%C2%AA%20edi%C3%A7%C3%A3o_Republ2/fa1ee713-2fd3-4f51-8182-a542ce123773

²⁸¹ Art. 165. Leis de iniciativa do Poder Executivo estabelecerão: § 9º - Cabe à lei complementar: II - estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta bem como condições para a instituição e funcionamento de fundos.

²⁸² Fundo Monetário Nacional, Sovereign Wealth Funds – A work Agenda. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> Acesso em: 05.set.2013. “SWFs are a heterogeneous group and may serve various purposes. Five types of SWFs can be distinguished based on their main objective: (i) stabilization funds, where the primary objective is to insulate the budget and the economy against commodity (usually oil) price swings; (ii) savings funds for future generations, which aim to convert nonrenewable assets into a more diversified portfolio of assets and mitigate the effects of Dutch disease; (iii) reserve investment corporations, whose assets are often still counted as reserve assets, and are established to increase the return on reserves; (iv) development funds, which typically help fund socio-economic projects or promote industrial policies that might raise a country’s potential output growth; and (v) contingent pension reserve funds, which provide (from sources other than individual pension contributions) for contingent unspecified pension liabilities on the government’s balance sheet”.

fundos de poupança, fundos de investimento, fundos de desenvolvimento e fundos de pensão. No entender de Fernando Facury Scaff²⁸³, o FS, nos moldes de sua criação, está mais próximo de ser um Fundo de Poupança com enfoque nas futuras gerações.

Considerando que os *oil funds* são instrumentos financeiros usados na implementação de políticas de investimento com a finalidade de sanar os problemas criados pelo grande volume de recursos injetados na economia, evitar os efeitos nefastos da “*Maldição dos Recursos Naturais*”, custear o desenvolvimento socioeconômico da geração presente e reservar recursos para as gerações futuras, sua implementação no Brasil deve ter em conta as complexidades socioeconômicas existentes no país, pois a maioria dos países que já implantaram fundos possuem realidades muito distintas, por exemplo, o Fundo do Alasca é voltado para uma quantidade pequena de pessoas, se comparado com a quantidade de habitantes do Brasil.

Em certa medida, questiona-se porque não tentar diminuir as carências estruturais e sociais do país hoje, ao invés de poupar recursos. Qual o trade-off entre destinar os recursos para o gasto em desenvolvimento da educação e, ao mesmo tempo, constituir poupança pública?²⁸⁴

É importante frisar que desde a criação do FS há preocupação com a possibilidade de esvaziamento dos recursos poupados, que sob qualquer justificativa – muitas vezes bastante justas – são destinados a socorrer outras necessidades imediatas, razão pela qual foi introduzido o art. 51:

Art. 51. Os recursos do FS para aplicação nos programas e projetos a que se refere o art. 47 deverão ser os resultantes do retorno sobre o capital.

Parágrafo único. Constituído o FS e garantida a sua sustentabilidade econômica e financeira, o Poder Executivo, na forma da lei, poderá propor o uso de percentual de recursos do principal para a aplicação nas finalidades previstas no art. 47, na etapa inicial de formação de poupança do fundo.

²⁸³ Fernando Facury Scaff diz: “E o FS é um típico Fundo composto por rendas decorrentes da exploração de recursos petrolíferos, ou, na nomenclatura do FMI, um Fundo de poupança para as futuras gerações”. Royalties decorrentes da exploração de recursos naturais não renováveis. Tese de Livre-Docência em Direito Financeiro. Universidade de São Paulo, 2013. *Mimeo*. p. 518.

²⁸⁴ COSTA, Hirdan Katarina de Medeiros. O Princípio da Justiça Intra e Intergeracional como elemento na destinação Das Rendas De Hidrocarbonetos: Temática Energética Crítica na Análise Institucional Brasileira. Tese de doutorado. Instituto de Energia, Universidade de São Paulo. 2012. p. 78

Mesmo assim, contrariando o disposto na Lei de criação do FS, em setembro de 2013 foi editada a Lei 12.858, que destina 50% dos recursos do FS para gastos com saúde e educação:

Art. 2o Para fins de cumprimento da meta prevista no inciso VI do caput do art. 214 e no art. 196 da Constituição Federal, serão destinados exclusivamente para a educação pública, com prioridade para a educação básica, e para a saúde, na forma do regulamento, os seguintes recursos:

III - 50% (cinquenta por cento) dos recursos recebidos pelo Fundo Social de que trata o art. 47 da Lei no 12.351, de 22 de dezembro de 2010, até que sejam cumpridas as metas estabelecidas no Plano Nacional de Educação;

O que se observa é que os recursos que seriam originalmente destinados à formação do FS, nos próximos anos, serão consumidos diretamente pelas áreas de saúde e educação, descaracterizando a função de formação de poupança e, conseqüentemente, fazendo nascer o risco de esvaziamento do FS. Vejamos alguns dados que corroboram esse entendimento.

Desde a data de criação do fundo, pouco se caminhou no sentido de sedimentar sua formação. A Unidade Orçamentária “71903”, que o representa, passou a integrar o projeto de Lei Orçamentária pela primeira vez em 2012 e, a partir de então, foi iniciado o processo de arrecadação de recursos. Até o presente já foi arrecado o seguinte montante:

Tabela 4 FSBR - Transferência de Receitas

Beneficiário / Estado	Ano	Royalties	Part. Especiais	Royalties + PE
FUNDO SOCIAL / Especial	2012	R\$ 311.480.264,43	R\$ 1.532,78	R\$ 311.481.797,21
FUNDO SOCIAL / Especial	2013	R\$ 498.358.258,84	R\$ 0,00	R\$ 498.358.258,84
FUNDO SOCIAL / Especial	2014	R\$ 1.295.621.197,86	R\$ 1.903.346.527,12	R\$ 3.198.967.724,98
FUNDO SOCIAL / Especial	2015	R\$ 1.377.017.063,06	R\$ 2.456.867.780,43	R\$ 3.833.884.843,49
FUNDO SOCIAL / Especial	2016	R\$ 1.030.718.553,46	R\$ 1.225.303.108,50	R\$ 2.256.021.661,96

Dados: Inforoyalties²⁸⁵ Elaboração Própria

²⁸⁵ Inforoyalties. Disponível em: <<http://inforoyalties.ucam-campos.br/informativo.php>> Acesso em: 30 mai. 2015.

O redirecionamento dos recursos do fundo para gastos ordinários com saúde e educação corroboram o entendimento de Fernando Facury Scaff²⁸⁶ quando afirma que os royalties podem ser um “fortíssimo instrumento indutor do desenvolvimento, ao lado de receitas tributárias, o que é desconsiderado dentro sistema de incidências no Brasil. Esta receita é tratada pelos entes federados apenas como mais uma receita pública”, mas apesar disso o autor constata “que a preocupação política tem sido sempre com os gastos públicos imediatos e não com os futuros”.

3.2.5. Governança, transparência e controle

De acordo com a Lei nº 12.351 de 2010 a gestão do Fundo social é formada por dois órgãos internos ao Fundo Social, um Comitê de Gestão Financeira e um Conselho Deliberativo.

O Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social – CGFFS, é responsável pela escolha da política de investimentos dos recursos, isto é, que tipo de aplicação financeira será realizada, com que características (mais conservadora ou não), dentro ou fora do país, entre outras coisas. Por escolha de política de investimento, entende-se a definição:

- a) Do montante a ser resgatado anualmente do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;
- b) Da rentabilidade mínima esperada;
- c) Do tipo e o nível de risco que poderão ser assumidos na realização dos investimentos, bem como as condições para que o nível de risco seja minimizado;
- d) Dos percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior e no País;

Da capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.

²⁸⁶ SCAFF, Fernando Facury. Royalties do Petróleo, Minério e Energia. Aspectos Constitucionais, Financeiros e Tributários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 346.

Já o Conselho Deliberativo do Fundo Social – CDFS, tem como atribuição propor ao Poder Executivo as prioridades e a destinação dos recursos resgatados do FS, observadas as finalidades estabelecidas no art. 47, juntamente com o Plano Plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária Anual (LOA). Essa destinação refere-se somente a 50% do retorno financeiro da aplicação dos recursos, conforme determinado na lei que criou o Fundo Social, e não deve ser confundida com os 50% das receitas que deveriam ser transferidas ao fundo, mas serão redirecionadas para financiar gastos com saúde e educação conforme determinado pela Lei nº 12.858, de 2013.

A política de investimento dos recursos deverá buscar rentabilidade, segurança e liquidez (não necessariamente nessa ordem) prioritariamente em ativos no exterior, cumprindo então o objetivo elencado no inciso III do artigo 48, “mitigar as flutuações de renda e de preços na economia nacional”, retirando o excesso de rendas de circulação nacional.

Ocorre que a definição da composição deste comitê, bem como suas regras de funcionamento são de responsabilidade do Poder Executivo e, até o presente momento, não editou qualquer ato realizando tal determinação; por consequência, os recursos já existentes permanecem “parados”: não estão rendendo os retornos financeiros de investimentos de longo prazo, rendem apenas os rendimentos financeiros equivalentes a poupança.

Igualmente, também não há, ainda, a definição do Conselho Deliberativo, algo preocupante, uma vez que sua função é essencial para o cumprimento das finalidades do fundo, pois que é responsável por avaliar os programas e projetos que receberão investimentos do FS.

A utilização dos recursos em programas e projetos definidos pelo CDFS deve estar condicionada à prévia fixação de metas, prazos de execução e plano de avaliação, de acordo com as disposições estabelecidas no Plano Plurianual, isto é, deve integrar um planejamento governamental macro:

Art. 58. É criado o Conselho Deliberativo do Fundo Social – CDFS, com a atribuição de propor ao Poder Executivo, ouvidos os Ministérios afins, a prioridade e a destinação dos recursos resgatados do FS para as finalidades estabelecidas no art. 47, observados o PPA, a LDO e a LOA.

§1º A composição, as competências e o funcionamento do CDFS serão estabelecidos em ato do Poder Executivo.

§2º Aos membros do CDFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.

§3º A destinação de recursos para os programas e projetos definidos como prioritários pelo CDFS é condicionada à prévia fixação de metas, prazo de execução e planos de avaliação, em coerência com as disposições estabelecidas no PPA.

Ainda estão pendentes a edição dos atos do Poder Executivo que determinarão a estrutura e a composição do Comitê de Gestão e do Conselho deliberativo. Desta feita, entende-se que o FS ainda não está em completa operação, muito menos, está garantida sua sustentabilidade.

3.2.6. *Fundo Social em perspectiva comparativa*

Para efeitos de comparação, utilizou-se a trajetória de análise individual, semelhante àquelas empregadas ao longo deste trabalho. Isto é, começando-se por observar o arcabouço jurídico que ampara o funcionamento em cada fundo, como se segue.

No que diz respeito à estrutura jurídica e institucional, que permite ou expressamente cria os Fundos Soberanos de Riqueza, ou seja, a previsão de seus principais aspectos tais como finalidade, objetivos e financiamento -, à exceção do *Pula Fund* (Botsuana), que não foi instituído por lei específica, mas que é previsto em uma lei referente ao Banco Central de Botsuana-, em todos os demais casos analisados, o FSR foi instituído por lei específica que, regra geral, determina, além da sua criação, seus contornos gerais, entre eles, a origem das receitas aportadas no fundo e a responsabilidade de gestão.

A diferença fundamental entre os fundos soberanos se revela no tocante a estrutura jurídica que regulamenta seus funcionamentos. Em ordem crescente de previsão legal, não foram identificadas outras legislações pertinentes ao *Pula Fund*, cujas decisões são discricionárias e tomadas pelo Ministro das Finanças. De forma semelhante, boa parte das decisões pertinentes ao fundo norueguês são tomadas por meio de recomendações do Ministério das Finanças, as quais são submetidas à aprovação do Parlamento.

Nos demais fundos, as regras de funcionamento estão determinadas em lei, portanto, para alterá-las é preciso a aprovação do Poder Legislativo. É interessante observar que nesse quesito, o Fundo Social brasileiro se assemelha ao *Alberta Heritage Saving Trust Fund*,

pois, embora a regulamentação seja, necessariamente, por meio de lei, a estabilidade e continuidade das regras não se mantêm ao longo do tempo, são frequentemente alteradas. No caso do recente fundo brasileiro, cuja promulgação de sua regulamentação continua pendente, no curto espaço de três anos desde sua aprovação, a lei que o criou foi alterada para permitir o redirecionamento da metade de seus recursos para financiar despesas ordinárias com saúde e educação.

Quanto às fontes de recursos aportados nos FSRs, nos casos analisados, observou-se a adoção de, basicamente, duas fontes de receitas que financiam esses fundos (1) receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás, e (2) percentual de superávit orçamentário.

Não parece ser coincidência que entre os casos analisados, os entes proprietários em melhor situação econômica e social, tais como a Noruega, o Alasca e Alberta, tenham adotado como fonte de financiamento recursos decorrentes da exploração dos recursos naturais não renováveis. Já o Chile e a Botswana adotaram o superávit no balanço das contas públicas como fonte de financiamento.

Ocorre que a estratégia de financiamento desses países menos desenvolvidos pode se tornar uma armadilha, se acaso o aumento da arrecadação por meio de receitas de commodities minerais vier acompanhada do aumento gasto público, achatando, conseqüentemente o superávit fiscal. A disciplina fiscal dos países que vêm adotando esse modelo de financiamento é fator essencial para o seu sucesso.

No caso do Fundo Social brasileiro adotou-se mecanismo de financiamento semelhante ao primeiro grupo, porém, tanto o percentual de receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás, quanto sua base de cálculo são significativamente inferiores àqueles adotados pelos demais países analisados, conforme observado no *item 3.2.3. (Fonte de Financiamento e composição de receita do Fundo Social)*. Ou seja, a iniciativa de criação do fundo brasileiro embora louvável, se demonstra tímida em sua operacionalização.

No que tange às suas finalidades, os fundos analisados são muito semelhantes em finalidades de estabilização e formação de poupança. É certo que, em cada um deles, há uma finalidade que se destaca mais do que a outra. Por exemplo, no caso do *Government Pension Fund - Global (Noruega)*, ainda que seja aquele com maior valor de mercado, mantém-se poupando, e cada vez mais, recursos. De forma similar, o *Alaska Permanent Fund* respeita

o limite de retirada anual, precisamente o retorno financeiro dos ativos aplicados (vide item 2.2.3)

A utilização de recursos do fundo para fins de estabilização tem sido observada pelo *Fondo de Estabilización Económica y Social*, do Chile, e o *Pula Fund*, de Botsuana, (vide Capítulo 2). Embora esses fundos venham cumprindo papel de agente estabilizador, finalidade se acentuou a partir de 2008, com a queda dos preços das commodities minerais, ambos não se desviaram de suas finalidades: constituir poupança à nação.

Por fim, o *Alberta Heritage Savings Trust Fund* tem sido o mais vacilante entre todos na obediência às suas finalidades. Essa indeterminação, foi, em certa medida, legalmente chancelada com a alteração da lei que o criou. Mais recentemente foi convertido em fundo de poupança e estabilização.

Neste âmbito, o funcionamento Fundo Social brasileiro, ainda está limitado em consequência da falta de regulamentação, por esse motivo há limitações para análise mais técnicas ou avaliações qualitativas. No entanto já é possível asseverar que, em razão dos valores destinados a compô-lo, pouco representativos quando confrontados com o orçamento nacional, sua função estabilizadora será bastante limitada.

Parece correto atribuir que parte do êxito na persecução dos objetivos de um Fundo Soberano de Riquezas, está atrelado às regras que limitam a retirada de recursos. Há exemplos de fundos em funcionamento que apoiam essa hipótese: os fundos da Noruega, Alasca e Alberta têm claras e objetivas restrições às movimentações de retirada de recursos.

Por outro lado, não há qualquer previsão ou restrição legal à retirada de recursos do *Pula Fund*, basta a autorização do Ministro das Finanças. Logo, o caminho de formação de poupança, mesmo após a crise de preços dos minérios, é mérito da estabilidade e do cumprimento da política adotada pelo governo de Botsuana.

De novo, o mesmo não pode ser dito sobre o fundo de Alberta, cuja oscilação administrativa é subsidiada por lei, quadro geral de uma administração errática, que, em muito, se assemelha à situação do Fundo Social brasileiro. No caso brasileiro, em que, apesar da tentativa de construir-se uma política visando à obtenção de resultados de longo prazo, a

alteração da Lei nº 12.858/2013 retirou-lhe 50% de sua fonte de financiamento sem que o fundo tenha se consolidado como instrumento de estabilidade fiscal e justiça social.

Para resumir e facilitar a comparação entre as principais características dos fundos, um quadro comparativo a seguir.

Aspectos	Fundo Social	Government Pension Fund - Global	Fondo de Estabilización Económica y Social	Pula Fund	Alaska Permanent Fund	Alberta Heritage Saving Trust Fund
Finalidades principais	Estabilização, poupança e desenvolvimento	Estabilização e poupança	Estabilização e poupança	Estabilização e poupança	Poupança	Estabilização e poupança ¹
Criação	Lei Específica	Lei específica	Lei específica	Há apenas legislação autorizando a criação.	Há apenas autorização de criação na Constituição do Estado	Lei específica
	Pendente de regulamentação	Recomendação do Ministério das Finanças, aprovadas pelo parlamento ou pelo Conselho de Estado	Regras gerais na própria lei de criação e Lei de Responsabilidade Fiscal	Não há	Através de lei	Através da edição de diversas leis alteradas com frequência
Fonte de Financiamento	Receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás	Receitas decorrentes das exploração de petróleo e gás	Percentual de superávit fiscal	Superávit orçamentário	Receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás	Receitas decorrentes da exploração de petróleo e gás
Regras de retirada de recursos	(1) 50% do valor destinado ao fundo é redirecionado para gastos com saúde e educação; (2) 50% do principal não pode ser retirado; e (3) 50% dos rendimentos financeiros para promoção do desenvolvimento	Permite retirada anual de até 4% sobre o valor principal do fundo	Não foi identificado valor máximo de retirada	Não há previsão ou limitação	Nenhum valor pode ser retirado do montante principal. Só podem ser utilizadas as receitas referentes aos rendimento financeiros.	Nenhum valor pode ser retirado do montante principal. Só podem ser utilizadas as receitas referentes aos rendimento financeiros líquidos.
Destinação dos recursos poupados	Não há determinação	Até o momento a legislação norueguesa não prevê expressamente no que serão utilizados os recursos poupados	Múltiplas destinações com natureza de manutenção do equilíbrio fiscal e endividamento público	(1) Estabilização da balança de pagamentos; (2) Não há outra previsão específica para utilização dos recurso poupado	(1) Ainda não há previsão sobre o que será feito com as receitas da poupança. (2) As receitas de rendimento financeiro podem ser utilizadas em quaisquer gastos público, inclusive dividida entre os cidadãos do Alasca	As receitas de rendimento financeiro, conforme regra de retirada, podem ser transferidas para o orçamento público (General Revenue Fund) e gasta como as demais receitas públicas

¹Originalmente como finalidade a promoção do desenvolvimento economico e social

CONCLUSÕES

Os Fundos Soberanos de Riqueza (FRS) podem assumir papéis ou finalidades diversas. Entre suas aplicações, os FRS podem ser instrumentos fundamentais ao correto manejo da poupança das nações, que se veem expostas à volatilidade da economia internacional. Ou, ainda, como contrapontos aos efeitos colaterais do Paradoxo da Abundância ou da Maldição dos Recursos.

Vistos de outro ângulo, os fundos podem ainda representar a busca pela promoção da equidade intergeracional, preocupação que deveria nortear a exploração dos recursos naturais não renováveis.

Para alcançar tais finalidades, os FSRs geralmente procuram, ao lado de outros instrumentos macro e microeconômicos, (i) estabilização de curto prazo das receitas apuradas com a comercialização desses recursos; (ii) formação de poupança de longo prazo para futuras gerações, sem descuidar-se da (iii) promoção hodierna do desenvolvimento econômico e social, questões que impõem desafios consideráveis à administração de tais instrumentos públicos.

Deste modo, no decorrer das análises aqui empreendidas, sobre cada fundo eleito e analisado, algumas dessas características receberam destaques. Entre as mais importantes considerou-se o grau de representatividade das receitas decorrentes da exploração dos recursos naturais não renováveis em relação às receitas totais do ente, ou seja: país ou estado; e ainda a disciplina com que o sistema jurídico-político trata o desenvolvimento, o fortalecimento e a manutenção de tais fundos.

Em países em que a relação entre a receita de exploração dos recursos naturais renováveis e a receita total não chega a ser expressiva, a relevância da constituição e manutenção de um Fundo Soberano de Riqueza é menor. Por outro lado, a ausência de dependência em âmbito nacional não significará que entes subnacionais não possam ser, apenas eles, deveras dependentes. São exemplos de dependência subnacional os casos do Alasca (EUA), Alberta (Canadá) e Rio de Janeiro (Brasil). Assim, tem mais apelo, ou mais sentido, a constituição de um Fundo vinculado ao ente subnacional, sempre que a dependência estiver concentrada naquele ente. Caso contrário, espera-se que pelo menos

alguma parte das políticas do fundo nacional do país esteja direcionada àquela localidade ou região.

Neste item, voltamos os olhos à estrutura brasileira. Como observado no Capítulo 3, o Fundo Social brasileiro é de fato um Fundo Soberano de Riqueza, suas finalidades são mistas, combinando funções de fundo de estabilização e de fundo de poupança intergeracional. É de propriedade exclusiva da União, na condição de pessoa jurídica de direito público interno, os estados e municípios não participam de seu domínio ou gestão.

Essa circunstância, ou seja, a titularidade, parece caminhar na direção contrária aos exemplos analisados no Capítulo 2. É que a União, ente central, não deve ser considerada altamente dependente em termos de receitas de petróleo e minerais. Por outro lado, há estados e municípios brasileiros dependentes (i.e., Campos dos Goytacazes/RJ ou o próprio Estado do Rio de Janeiro) que não criaram seus próprios fundos nos períodos econômicos promissores, e suas finanças encontram-se em situação preocupante, para dizer o mínimo²⁸⁷.

O exemplo canadense é bastante instrutivo da importância e dos efeitos que o objetivo do fundo enseja. O *Alberta Heritage Savings Trust Fund* contribuiu para formar um grande estoque de bens públicos e para sustentar uma oferta de serviços públicos de excelente qualidade, fruto das décadas em que o fundo tinha como objetivo o desenvolvimento social e econômico de seus beneficiários. No entanto, o valor de mercado do fundo atualmente é relativamente pequeno, e a descoberta do petróleo no xisto americano ameaça gravemente o bem-estar social erigido sobre as areias betuminosas da província canadense.

Também é indispensável observar a disciplina fiscal. Mais do que a existência de uma legislação que regule minuciosamente os diversos aspectos relacionados aos fundos, o *enforcement* dessas regras é mais relevante que sua existência formal. É necessário que esteja bem estabelecido quais são as políticas de gestão e de investimento são preconizadas por seus responsáveis. Mais importante do que o sistema informar quem são

²⁸⁷ Cristina Boeckel, Daniel Silveira, Henrique Coelho, Kátia Mello e Livia Torres. Governo do RJ decreta estado de calamidade pública devido à crise. Portal G1 de notícias, 16 jun. 2016. Disponível em: <http://g1.globo.com/rio-de-janeiro/noticia/2016/06/governo-do-rj-decreta-estado-de-calamidade-publica-devido-crise.html>

os responsáveis por tais políticas, quais as sanções em caso de descumprimento, é tornar seu cumprimento cogente. Cabe sempre perquirir quais práticas de facto podem ser eficientes, responsáveis e benéficas do que o quadro legislativo sugere.

O principal exemplo da relevância que tem a disciplina para o tema em análise é o *Pula Fund*, de Botswana. A legislação relativa ao fundo é parca, quase inexistente. No entanto, observado o desenvolvimento do fundo ao longo dos anos, bem como a seriedade no cumprimento das normas de gestão e de uso dos recursos, decorrentes da exploração mineral, verifica-se que estão presentes estabilidade, qualidade e credibilidade institucionais.

Exemplo semelhante vem do fundo da Noruega para o qual, apesar da existência de regras formais de governança, boa parte da disciplina fiscal, relacionada às receitas de petróleo, não se encontra rigorosamente definida na legislação. E, apesar disso, (ou, quiçá, por conta disso), observa-se na prática que, na trajetória do CPF, muitas vezes utilizam-se receitas abaixo do limite permitido, indicando que há disciplina fiscal e política que não esvaziam os recursos do fundo, mantendo-se sua acumulação e consecução de objetivos, ainda que, para isso, negue-se demandas conjunturais e até oportunistas.

Esse é o desafio que também se apresenta ao Brasil. As normas do FSB estão, em grande parte, estabelecidas. Mas isso não significa que a disciplina fiscal se faça presente. Há em nosso país o estranho fenômeno das leis que “pegam”, em contraposição às leis que “não pegam”. São “para inglês ver”²⁸⁸. Tal comportamento parece não ter contribuído, ao longo do último século, para o desenvolvimento social e econômico do país. Ao contrário, criou-se um ambiente institucional de conveniência em detrimento da segurança jurídica e institucional, onde tudo pode desde que se detenha o poder para decidir.

²⁸⁸ A expressão tem origem em 1830, época em que a Inglaterra impôs ao Brasil o esforço de acabar com o tráfico de escravos através da edição de leis que desestimulassem tal prática. O Brasil acatou formalmente a exigência, aprovou a lei cientes de que não seria cumprida, daí que surgiram leis existentes somente “em um papel”, ou seja “leis para inglês ver”. GURGEL, Argemiro Eloy. Uma lei para inglês ver: a trajetória da lei de 7 de novembro de 1831. Artigo disponibilizado na seção “Memorial do poder judiciário” no site do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. Disponível em: http://www.tjrs.jus.br/export/poder_judiciario/historia/memorial_do_poder_judiciario/memorial_judiciario_gaucha/revista_justica_e_historia/issn_1677-065x/v6n12/Microsoft_Word_-_ARTIGO_UMA_LEI_PARA_INGLxS_VER...._Argemiro_gurgel.pdf

Merece ênfase, portanto, que os aparentemente níveis baixos de disciplina fiscal no Brasil – como é indicativa a alteração das regras de destinação dos valores do Fundo antes mesmo de sua criação – podem conduzir ao fracasso dos objetivos do FSB. Esta é uma das relevantes lições que se podem extrair da experiência internacional.

Dessa forma, e em busca de transformar essa realidade, há inúmeros estudos a empreender e conduzir no Direito e nas demais Ciências Sociais para fortalecer a estrutura dos FSB – são exemplos desses esforços, o estudo das diferentes possibilidades de modelagem jurídica de instituições; a escolha dos instrumentos mais adequados (conforme os fins a serem perseguidos); as diferentes formas de indução ou recompensa para adoção de comportamentos; a escolha dos tipos de normas utilizadas em relação a seu conteúdo e extensão; e o *enforcement* das normas. São todos exemplos de variáveis a considerar no aperfeiçoamento das instituições, como elementos substanciais ao mecanismo de promoção do desenvolvimento social e econômico.

A análise dos fundos aqui realizada parece indicar que o componente político – a disposição dos agentes em agir de acordo com um fim estabelecido – é tão ou quase tão importante quanto a estrutura jurídico-institucional em que se amparam os fundos. Nesse sentido, a análise da conjuntura política brasileira impõe uma escolha difícil: um desenho institucional que garanta flexibilidade ao gestor do fundo otimiza sua atuação e a possibilidade desses gestores utilizarem dessa discricionariedade de maneira irresponsável. Nesse contexto, a baixa disciplina fiscal, e mesmo a disparidade dos projetos políticos em disputa no Brasil – torna difícil afirmar que este ou aquele partido vá seguir uma política de curto ou longo prazo -, potencializam o aspecto da vulnerabilidade do Fundo Social.

Entende-se que o direito positivo pode ser um meio para formulação de políticas sociais e econômicas, determinando o que devem ser, repartindo competências e equilibrando as relações de poder. Mas legislar não é suficiente. É necessária a adoção de mecanismos que permitam a manter-se das normas editadas. Para tanto são indispensáveis o provimento dos meios de fiscalização de seu cumprimento e a correspondente punição por descumprimentos.

BIBLIOGRAFIA

- ACEMOGLU, Daron e ROBINSON, James A. *Why Nations Fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. New York: Crown Business, 2012.
- _____; JOHNSON Simon; and ROBINSON, James A. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review*, v. 91, 2001, p. 1369-1401
- AL-HASSAN, Abdullah et al. *Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management*. IMF Working Paper - Monetary and Capital Markets Department. 2013.
- AGÊNCIA NACIONAL DE PETRÓLEO. *Anuário Estatístico 2013*. Em: <http://www.anp.gov.br/?pg=66833> Último acesso em: 05 mai. 2014.
- ALDCROFT, Derek Howard. *The European Economy 1914-2000*. 4ª edição. London (UK): Routledge, 2001. p. 152-156.
- ATKINSON, Giles; HAMILTON, Kirk. Savings, growth and the resource curse hypothesis. *World Development*, v. 31, n. 11, p. 1793-1807, 2003.
- AUTY, Richard M. Natural resources, capital accumulation and the resource curse. *Ecological economics*, n. 61.4, 2007. pp. 627-634.
- _____. *Resource abundance and economic development*. Oxford University Press, 2001.
- _____. The political economy of resource-driven growth. *European economic review* 45.4, 2001. pp. 839-846.
- _____. Natural resource endowment, the state and development strategy. *Journal of International Development*, v. 9, n. 4, p. 651-663, 1997.
- _____. *Sustaining development in mineral economies: the resource curse thesis*. New York: Routledge, 1993.
- AVENDAÑO, Rolando; SANTISO, Javier. *Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds*. United States: OECD, 2009. (Working Paper, n. 283).

BACON, Robert e TORDO, Silvana. *Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects*. Washington: Energy Sector Management Assistance Program (ESMAP). Report 321/06, jun. 2006.

BAHGAT, Gawdat. *Sovereign Wealth Funds: Dangers and Opportunities*. *International Affairs*. Royal Institute of International Affairs, 1944, v. 84, N. 6. Nov. 2008, pp. 1189-1204.

BERCOVICI, Gilberto. *Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais*. São Paulo: Quarties Latin, 2011.

_____. *Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. *The investment strategies of sovereign wealth funds*. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 27, No. 2 Spring, 2013.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2000.

_____. *O velho e o novo desenvolvimentismo*. Publicado no dia 06 nov. 2012. Disponível em: <http://novo.fpabramo.org.br/content/o-velho-e-o-novo-desenvolvimentismo>
Último acesso em: 18 dez. 2014.

BLUNDELL-WIGNALL, Adrian; HU, Yu-Wei; YERMO, Juan. *Sovereign wealth and pension fund issues*. France: OECD, 2008. (Working Paper, n. 14).

BOLTON, Patrick; SAMAMA, Frederic w SLIGLITZ, Joseph E. *Soverign Weath Funds and Long-Term Investing*. New York: Columbia University Press, 2012.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Doença Holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana*. *Revista de Economia Política*, 28, p. 47-71, 2007.

_____. *O novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional*. In: São Paulo em perspectiva, v. 20, n. 3, p. 5-24. Julho/Setembro, 2006.

BRUNNSCHWEILER, Christa N. *Cursing the blessings? Natural resource abundance, institutions, and economic growth*. *World Development*, v. 36, 3, Elsevier, 2008.

- CARRIÓ, Genaro A. *Notas sobre Derecho y Language*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1973, p. 72.
- CARVALHO, Getúlio. *Petrobras: do monopólio aos contratos de risco*. Rio de Janeiro: Forense-Universitária, 1977.
- CASELLI, Francesco e MICHAELS, Guy. *Do oil windfalls improve living standards? Evidence from Brazil*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Dec. 2009.
- CHANG, Ha-Joon. Institutions and Economic Development. *Journal of Institutional Economics*, v. 7, 2011, p. 473-498.
- COHEN, B. J. Sovereign wealth funds and national security: the great tradeoff. *International Affairs*, v. 85, n. 4, p. 713-731, 2009.
- COSTA, Hirdan Katarina de Medeiros. *O Princípio da Justiça Intra e Intergeracional como elemento na destinação Das Rendas De Hidrocarbonetos: Temática Energética Crítica na Análise Institucional Brasileira*. Tese de doutorado. Instituto de Energia, Universidade de São Paulo. 2012.
- COSTA, Leonardo da Silva Guimarães Martins da. *Uma visão Sistêmica dos Fundos Federais*. Texto para discussões nº 007. Tesouro Nacional: 2012. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/textos_discussao/downloads/td7.pdf>. Último acesso em: 10 mai. 2015.
- CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundo de Participação*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001.
- DAS, D. K. Sovereign-wealth funds: a new role for the emerging market economies in the world of global finance. *International Journal of Development Issues*, v. 7, n. 2, p. 80-96, 2008. Disponível em:
- ENRIQUEZ, Maria Amélia Rodrigues da Silva. *Equidade intergeracional na partilha dos benefícios dos recursos minerais: a alternativa dos Fundos de Mineração*. Revista Iberoamericana de Economia Ecológica v. 5: 61-73, 2006. Disponível em: http://www.redibec.org/IVO/rev5_05.pdf Último acesso em:
- FERNANDES RÊGO, Andressa Guimarães Torquato. *Uma análise acerca da classificação das receitas petrolíferas na lei orçamentária*. In: CONTI, José Maurício

- e SCAFF, Fernando Facury (coord.). *Orçamentos Públicos e Direito Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 433-452.
- GOBETTI, Sérgio Wulff. *Federalismo Fiscal e Petróleo no Brasil e no mundo*. Texto para discussão 1669. Rio de Janeiro: IPEA, out.2011. Disponível em: 03 mai. 2014.
- GODARD, Olivier. *A gestão integrada dos recursos naturais e do meio ambiente: conceitos, instituições e desafios de legitimação. Gestão de recursos naturais renováveis e desenvolvimento: novos desafios para a pesquisa ambiental*. São Paulo: Cortez, v. 500, p. 201-265, 1997.
- GOVERNMENT PENSION FUND ACT. October, 8th, 2012. Disponível em: <https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/governmentpensionfundact.pdf>
- GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio. *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*. Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.g24.org/sowf0308.pdf> Acesso em
- GTREL - Grupo Técnico de Padronização de Relatórios. *Relatório do dia 29 de outubro de 2011*. Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/grupo-tecnico-de-padronizacao-de-relatorios-gtrel>
- GYLFASSON, Thorvaldur. *Natural resources, education, and economic development*. European Economic Review, v. 45, n. 4, p. 847-859, 2001.
- GURGEL, Argemiro Eloy. *Uma lei para inglês ver: a trajetória da lei de 7 de novembro de 1831*. Disponibilizado no memorial do poder judiciário do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, através do link http://www.tjrs.jus.br/export/poder_judiciario/historia/memorial_do_poder_judiciario/memorial_judiciario_gaucha/revista_justica_e_historia/issn_1677-065x/v6n12/Microsoft_Word_-_ARTIGO_UMA_LEI_PARA_INGLxS_VER...._Argemiro_gurgel.pdf

- HABER, Stephen H. MENALDO, Victor A. *Do natural resources fuel authoritarianism? A reappraisal of the resource curse*. American Political Science Review, v. 105, n. 1, 2010.
- HOBBSBAWN, Eric. *A era dos extremos: o breve século XX. 1941-1991*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- HUMPHREYS, Macartan; SACHS, Jeffrey; STIGLITZ, Joseph (Orgs.). *Escaping the Resource Curse*. New York: Columbia University Press, 2007.
- IIMI, Atsushi *Escaping From The Resource Curse*. IMF Staff Papers, n. 54, 2007, p. 663–699.
- IWG – International Working Group of Sovereign Wealth Funds. *Sovereign Wealth Funds. Current institutional and operational practices*. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf> Último acesso em: 01 abri 2016.
- _____. *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – “Santiago Principles”*. October, 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. A Multi-Donor Trust Fund for IMF. *Capacity Building Technical Assistance in Managing Natural Resource Wealth Program Document*. Revised. Nov. 2010. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/otm/2010/110110.pdf> Último acesso em: 05 jan. 2016.
- _____. *Sovereign Wealth Funds – A work Agenda*. 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> Último acesso em:
- JEN, Stephen. *The definition of a sovereign wealth fund*. Morgan Stanley Research Global, v. 26, oct. 2007.
- KARL, Terry Lynn. *The paradox of plenty: Oil booms and petro-states*. University of California Press, 1997.
- KERN, Steffen. *Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise*. *International Topics – Current Issues*. Deutsche Bank Research, sep. 2007

- KIMMITT, Robert. M. Public footprints in private markets. *Foreign Affairs*, v. 87, n. 1, Jan/Fev 2008.
- LARSEN, Erling Røed. Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught up with and Forged Ahead of Its Neighbors. *American Journal of Economics and Sociology*, v. 65, No. 3, Natural Resources, Taxation, and Regulation: Unusual Perspectives on a Classic Topic, jul. 2006. pp. 605-640.
- LEDERMAN, Daniel; MALONEY, William F. (Ed.). *Natural resources, neither curse nor destiny*. World Bank Publications, 2006. 396p.
- LEGISLATIVE COUNCIL SECRETARIAT. *Fact Sheet. Government Pension Fund of Norway. FSC50/13-14*. Disponível em: <http://www.legco.gov.hk/research-publications/english/1314fsc50-government-pension-fund-of-norway-20140902-e.pdf>
- LIE, Einar. *Learning by failing. The origins of the Norwegian oil fund*. Draft. University of Oslo, October-2013. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~webfac/cromer/Lie.pdf>
- LIMA, Paulo César Ribeiro. *Pré-Sal, o novo marco legal e a capitalização da Petrobras*. Rio de Janeiro: Synergia, 2011.
- LOSS, Giovani R. *Dutch Disease e os Fundos Soberanos de Petróleo e Gás*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Direito do Petróleo e de outras fontes de Energia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. P. 109-135.
- MAGALHÃES, Andre Simas. Determinantes dos Fundos Soberanos de Investimentos e o Caso Brasileiro. *Revista tempo do mundo – RTM*, v. 3, n. 2, ago. 2011.
- MAHDAVY, Hossein. The patterns and problems of economic development in rentier states: the case of Iran. *Life*, v. 1000, n. 1, 1970.
- MAIPOSE, Gervaise S. *Policy and institutional dynamics of sustained growth in Botswana*. Commission on Growth and Development Working Paper, n. 35, 2008. Disponível em: [http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/4365C57157F8EF16C1257AEF00525641/\\$file/Botswana%20Maipose%20web.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/4365C57157F8EF16C1257AEF00525641/$file/Botswana%20Maipose%20web.pdf) Último acesso em: 10 dez. 2016.

- MARINHO JÚNIOR, Ilmar Penna. *Petróleo: política e poder*. Rio de Janeiro: José Olímpio Editora, 1989.
- MEHLUM, Halvor; MOENE, Karl; TORVIK, Ragnar. Institutions and the resource curse. *The economic journal*, v. 116, n. 508, p. 1-20, 2006.
- NATAGA, Bruno Mitsuo. *A limitação da discricionariedade em matéria orçamentária pelos princípios da legalidade, legitimidade e economicidade*. In: CONTI, José Maurício e SCAFF, Fernando Facury (coord.). *Orçamentos Públicos e Direito Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 357-383.
- NATURAL RESOURCE GOVERNANCE INSTITUTE. *Norway Government Pension Fund Global*. Disponível em:
http://www.resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Norway_July2013.pdf
- NEUMAYER, Eric. Does the “Resource Curse” hold for Growth in Genuine Income as Well? *World Development*, v. 32, No. 10, pp. 1627–1640, 2004.
- NIELSEN, Lyng. *Classifications of Countries based on their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done*. IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department. 2011. Disponível em:
<https://pdfs.semanticscholar.org/bc7f/5b086b8db9adaa3f51645896fda5d1e46659.pdf>
Último acesso em: 01 dez. 2016.
- OLIVEIRA, Regis Fernandes. *Curso de Direito Financeiro*, 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.
- PAULANI, Leda. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, 27 (77), 2013, pp. 237-261.
- PEREIRA, Jesus Soares. *Petróleo, energia elétrica e siderurgia: a luta pela emancipação*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1975.
- PERMAN, Roger; MA, Yue; MCGILVRAY, James. *Natural resource and environmental economics*. New York (London): Longman, 1996.
- PORTAL BRASIL. *Linha do tempo: história do Petróleo*. Disponível em:
http://www.brasil.gov.br/linhadotempo/html/tema/lista_epocas?tema=Hist%C3%B3ria%20do%20Petr%C3%B3leo

- PREBISCH, Raúl. *Crecimiento, desequilibrio y disparidades: interpretación del proceso de desarrollo económico*. En: Estudio económico de América Latina, 1949-E/CN. 12/164/Rev. 1-1950-p. 3-89, 1950.
- RAWLS, John. *Uma teoria da Justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 1997.
- REDIKER, Douglas; CREBO-REDIKER, Heidi. *Foreign Investment and Sovereign Wealth Funds*. New America Foundation - Global Strategic Finance Initiative. Working Paper, n. 1, sep. 2007. Disponível em:
<http://www.newamerica.net/files/GSFIWorkingPaper1.pdf>. Último acesso em:
- REIS, Cristina. *Estrutura produtiva e instituições no desenvolvimento econômico a partir de Recursos Naturais: uma análise teórica e crítica*. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2014. Disponível em:
https://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i5-56cda81f3ee955d6769594f3830964cd.pdf Último acesso em: 20 out. 2016.
- RIBEIRO, Elaine. *Direito do Petróleo, Gás e Energia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- RINALDI, Patrícia Nogueira. *Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização econômica*. Dissertação de Mestrado. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. 2010.
- RODRIGUEZ, Jorge C. et al. *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile*. Chile: Publicación de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda, jun. 2015. Disponível em: http://www.dipres.gob.cl/572/articles-133158_doc_pdf.pdf
- _____. TOKMAN, Carla R.; VEGA, Alejandra C. *Structural balance policy in Chile*. OECD Journal on Budgeting, v. 7, n. 2, p. 59-92, 2007.
- RODRIGUEZ, Francisco; SACHS, Jeffrey D. *Why do resource-abundant economies grow more slowly?* Journal of Economic Growth, v. 4, n. 3, p. 277-303, 1999.
- ROZANOV, Andrew. *From Reserves to Sovereign Wealth Management*. Central Banking, Volume XV, Number 3, February 2005.
- ROY, Sudip. *The rulers of finance*. London: Euromoney, dez. 2007.

- RUBINSTEIN, Flávio. *Receitas públicas de recursos naturais no direito financeiro brasileiro*. 2012. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- SACHS, Jeffrey D.; WARNER, Andrew M. The curse of natural resources. *European Economic Review*, v. 45, n. 4, p. 827-838, 2001.
- _____.; _____. Economic convergence and economic policies. *National Bureau of Economic Research*, n. w5039, 1995.
- SANCHES, Osvaldo Maldonado. Fundos Federais: origens, evolução e situação atual na administração federal. *Revista de Administração Pública*. v. 36, n 4, p. 627-670. Rio de Janeiro, jul. 2002.
- SCAFF, Fernando Facury. *Royalties do Petróleo, Minério e Energia. Aspectos Constitucionais, Financeiros e Tributários*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- SCLIAR, Claudio. *Geopolítica das minas do Brasil - a importância da mineração para a sociedade*. Rio de Janeiro: Revan, 1996.
- SERRA, Rodrigo Valente. *Rendas petrolíferas no Brasil: critérios de distribuição distorcidos induzem ineficiência do gasto*. In: MENDES, Marcos (org.). *Gasto público eficiente – propostas para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Top Books editora, 2006.
- SIAS, Rodrigo. O fundo soberano brasileiro e suas implicações para a política econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 93-127, Dez. 2008. P. 97
- SINNOTT, Emily. John Nash y Augusto de la Torre: *Recursos naturais na América Latina: indo além das altas e baixas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010
- SILVA, Maria Amélia Rodrigues da. *Economia dos recursos naturais. Economia do meio ambiente: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.
- SILVEIRA, Alexandre Coutinho. *Governança pública de royalties: Federalismo fiscal e futuras gerações*. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 2014.
- SOUZA, Marcos Tadeu Napoleão de. *O Fundo social e o PL nº 323, de 2007*. Consultoria Legislativa. Brasília, Câmara dos Deputados. Agosto/2013.

- SMITH, Stuart Landon and Constance. *Government Revenue Stabilization Funds: Do They Make Us Better Off?* Canadian Public Policy / Analyse de Politiques, v. 39, n. 01, mar. 2013, pp. 71-99.
- SMITH, Roger S.. *Income Growth, Government Spending, and Wasting Assets: Alberta's Oil and Gas*. Canadian Public Policy / Analyse de Politiques, v. 18, No. 4. Dec., 1992, pp. 387-412.
- TORRES, Heleno Taveira e RODRIGUES, Felipe da Cunha. *Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas Regime Jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008*. Belo Horizonte: Fórum, 2012.
- TORRONTÉGUY, Alessandra Folzke. *A aplicação dos Royalties do Petróleo na efetividade dos direitos fundamentais*. São Paulo: LTr, 2011.
- TORVIK, Ragnar. *The Political Economy of Reform in Resource Rich Countries*. Norwegian University of Science and Technology. Drawn from the author's lecture at a high-level seminar on Natural resources, finance, and development: Confronting Old and New Challenges, organized by the Central Bank of Algeria and the IMF Institute in Algiers, on 4-5 November/2010. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/afrfin/pdf/Torvik2.pdf> Último acesso em:
- TRUMAN, M. Edwin. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, sep. 2010.
- WFG. *SWFs generally accepted principles and practices*. Santiago Principles, October, 2008. Disponível em: <http://www.ifswf.org/santiago-principles> Último acesso em: 05 jun. 2016.
- VELHO, José Lopes. *Petróleo: Dádiva e maldição. 150 anos de história*. Lisboa: Bnomics, 2010. 419p.
- VENTURI, Luis Antonio Bittar. *Recurso Natural: A construção de um conceito*. GEOUSP - Espaço e Tempo, São Paulo, n. 20, pp. 09 - 17, 2006.
- VIEIRA, Fábio Alonso. *Os fundos soberanos de riqueza como instrumento ao desenvolvimento integral*. Belo Horizonte: Arraes, 2013.

VIVACQUA, Attílio. *A Nova Política do Subsolo e o Regime Legal das Minas*. Rio de Janeiro: Editora Panamericana, 1942.

Referências específicas sobre os fundos

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em:

<http://www.adia.ae/>. Último acesso em:

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION WEBSITE. Disponível em:

<http://www.apfc.org/home/Content/home/index.cfm>. Último acesso em:

ALBERTA INVESTMENT MANAGEMENT CORPORATION – AIMC. *Annual Report, 2013*. Disponível em: http://www.aimco.alberta.ca/AIMCo_AR_2014/AIMCo-2013-Annual-Report.pdf Último acesso em: 10 mai. 2014.

ALASKA PERMANENT FUND COMMISSION. *An Alaskan's Guide to the Permanent Fund*. 12th Guide Edition, July/2009. Disponível em:

<http://www.apfc.org/home/Media/publications/2009AlaskansGuide.pdf> Último acesso em:

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. *Annual Report, 2014*. Em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/APFC_2014.pdf Último acesso em:

_____. *Annual Report, 2013*. Disponível em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf Último acesso em: 30 abr. 2016.

_____. *Annual Report, 2012*. Disponível em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2012AnnualReport.pdf Último acesso em:

_____. *Annual Report, 2011*. Disponível em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/APFC%20Annual%20Report%202011.pdf Último acesso em: 30 abr. 2016.

_____. *Annual Report, 2010*. Disponível em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2010AnnualReport.pdf Último acesso em:
30 abr. 2016.

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. *Investment Policy*. 10 dez. 2014.

Disponível em:

[http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/Investment%20Policy%20\(12-10-14%20FINAL\).pdf](http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/Investment%20Policy%20(12-10-14%20FINAL).pdf) Último acesso em: 30 abr. 2016.:

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. *Board of Trustees Charters and Governance Policies*. February/2014. Disponível em:

http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/APFC%20Governance%20Manual%20-%2027Feb2014.pdf Último acesso em:

ALBERTA, CANADÁ. *Alberta Heritage Savings Trust Fund Act*. Consolidado em 29 abril 2013. Disponível em: <http://www.qp.alberta.ca/documents/Acts/A23.pdf> Último acesso em:

ALBERTA, CANADÁ. *Fiscal Management Act*. Consolidado em 29 abril 2013.

Disponível em: <http://www.qp.alberta.ca/documents/Acts/f14p5.pdf> Último acesso em:

ALBERTA ENERGY. *Acquisitions of Petroleum and Natural Gas Rights in Alberta*. Junho/2014. Disponível em:

<http://www.energy.alberta.ca/LandAccess/pdfs/ERSfsEDUAtenure.pdf> Último acesso em: 30 abr. 2016.

ALBERTA GOVERNMENT. *Alberta Oil Sands Industry Quaterly Update*. 2013.

Disponível em:

https://albertacanada.com/files/albertacanada/AOSID_Quarterly_Update_Summer2013.pdf Último acesso em:

ALBERTA GOVERNMENT. *Alberta's Oil Sands: The Facts*. January, 2014. Disponível

em: <http://www.energy.alberta.ca/OilSands/pdfs/AlbertasOilSandsFactsJan14.pdf>
Último acesso em:

ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND. *Annual Report, 2012-2013*.

Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/annual-reports/2013/Heritage-Fund-2012-13-Annual-Report.pdf> Último acesso em: 30 abr. 2016.

ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND. *Annual Report, 2013-2014*.

Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/annual-reports/2014/Heritage-Fund-2013-14-Annual-Report.pdf> Último acesso em:

ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND. *Business Plan, 2013-2016*.

Disponível em:
<http://www.finance.alberta.ca/publications/budget/budget2013/heritage-fund.pdf>
Último acesso em: 30 abr. 2016.

ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND. *3rd Quarter Report, 2014-2015*.

Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/quarterly-reports/2014-3rdq/Heritage-Fund-2014-15-3rd-Quarter-Report.pdf> Último acesso em:

ALBERTA HERITAGE SAVINGS TRUST FUND. *Heritage Fund Statement of Investment and Policy Goals*. April, 2011. Disponível em:

<http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/heritage-fund-statement-investment-policy-and-goals.pdf> Último acesso em: 30 abr. 2016.

ALBERTA LAND INSTITUTE. *A guide to property rights in Alberta*. Disponível em:

<http://www.albertalandinstitute.ca/public/download/documents/10432> Último acesso em: 30 abr. 2016.

ALBERTA TREASURY BOARD AND FINANCE. *Heritage Fund - Historical Timeline*.

Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/history.html>. Último acesso em:

BANK OF BOTSWANA. *Case Study: Botswana's Management of the Pula Fund*.

Observance of the Santiago Principles. s/d. Disponível em:
[http://www.bankofbotswana.bw/assets/uploaded/BOTSWANA%20PULA%20FUND%20-%20SANTIAGO%20PRINCIPLES%20\(2\).pdf](http://www.bankofbotswana.bw/assets/uploaded/BOTSWANA%20PULA%20FUND%20-%20SANTIAGO%20PRINCIPLES%20(2).pdf) último acesso em: 03 jan. 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE WEBSITE. Disponível em: <http://www.bcentral.cl/eng/> .
Último acesso em:

BRUNEI MINISTRY OF FINANCE WEBSITE. Brunei Investment Agency. Disponível em: <http://www.mof.gov.bn/English/BIA/Pages/default.aspx>. Último acesso em:

CENTRAL BANK OF THE ISLAMIC REPUBLIC OF IRAN WEBSITE. Disponível em: http://www.cbi.ir/default_en.aspx. Último acesso em:

CHINA INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.chinainv.cn/cicen/>. Último acesso em:

DUBAI INTERNATIONAL CAPITAL WEBSITE. Disponível em: <http://www.dubaiic.com/>. Último acesso em:

FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES WEBSITE. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/spip.php?article128>. Último acesso em:

GOBIERNO BOLIVARIANO DE VENEZUELA. El Fondo de Desarrollo Nacional S.A. Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas. Disponível em: <http://www.fonden.gob.ve/>. Último acesso em:

GOVERNMENT OF ALBERTA – FINANCE AND ENTERPRISE WEBSITE. Heritage Fund Information. Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/index.html>. Último acesso em:

GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.gic.com.sg/>. Último acesso em:

ISTITHMAR WORLD WEBSITE. Disponível em: <http://www.istithmarworld.com/en>.
Último acesso em:

JEFFERIS, Keith e NEMAORAMI, Thabelo. *Botswana Country Overview*. Capital Resources, 2013/2014. Disponível em: <http://acap.com.au/wp-content/uploads/2013/09/BOTSWANA-COUNTRY-AND-ECONOMIC-OVERVIEW-2013.pdf> Último acesso em: 10 dez. 2016

KHAZANAH NASIONAL WEBSITE. Disponível em: <http://www.khazanah.com.my/>.
Último acesso em:

KINDGOM OF SAUDI ARABIA. MINISTRY OF FINANCE WEBSITE. Public Investment Fund (PTF). Disponível em:

http://www.mof.gov.sa/en/docs/ests/sub_invbox.htm. Último acesso em:

KINGDOM HOLDING COMPANY (KHC) WEBSITE. Disponível em:

<http://www.kingdom.com.sa>. Último acesso em:

KIRIBATI MINISTRY OF FINANCE AND ECONOMIC DEVELOPMENT WEBSITE.

Disponível em: <http://www.mfep.gov.ki/>. Último acesso em:

KOREA INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em

<http://www.kic.go.kr/en/?mid=co01>. Último acesso em:

KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY OFFICIAL WEBSITE. Disponível em:

<http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>. Último acesso em:

LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em: <http://www.lia.ly/>.

Último acesso em:

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS DO CHILE. *Relatório anual dos Fundos Soberanos*,

2014. 2015. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/14561>

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS DO CHILE. *Política de investimento do FEES*. s/a.

Disponível em: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y/politica-de-inversion/pauta-de-inversion.html> Último acesso em: 30 abr. 2016.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS DA NORUEGA. *Report n° 29 to the Storting*. March 29th, 2011. Disponível em:

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/red/2005/0013/ddd/pdfv/260472-pmk_rap.pdf Último acesso em: 30 jan. 2016.

MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION WEBSITE. Stabilization

Fund of the Russian Federation. Disponível em: <http://www1.minfin.ru/en/stabfund/>. Último acesso em: 30 abr. 2016.

MUBADALA WEBSITE. Disponível em: <http://www.mubadala.com/>. Último acesso em:

NORGES BANK WEBSITE. Disponível em: 30 jan.

2016. http://www.norgesbank.no/default_____25991.aspx. Último acesso em: 30 jan. 2016.

NORDISH GOVERNMENT. *Market Value of the Government Pension Fund*. Disponível

em: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/market-value-of-the-government-pension-f/id699635/> Último acesso em:

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. *Annual Report, 2014*. Disponível

em: <http://www.nbim.no/contentassets/0ff9cd1d5c8e4737a7b7262d3ec167d4/norges-bank-investment-management-annual-report-20141.pdf> Último acesso em:

NORWEGIAN PETROLEUM DIRECTORATE. *Facts, 2014*. Disponível em:

http://www.npd.no/Global/Engelsk/3-Publications/Facts/Facts2014/Facts_2014_netts.pdf Último acesso em:

QATAR INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em:

<http://www.qia.qa/qia/index.html> Último acesso em: 30 jan. 2016.

QUEENSLAND INVESTMENT CORPORATION (QIC) WEBSITE. Disponível em:

<http://www.qic.com.au/default.aspx>. Último acesso em:

STATE GENERAL RESERVE FUND WEBSITE. Disponível em:

<http://www.sgrf.gov.om/>. Último acesso em: 30 jan. 2016.

STATE OIL FUND (SOFAZ) OF THE REPUBLIC OF AZERBAIJAN WEBSITE.

Disponível em: <http://www.oilfund.az/en>. Último acesso em: 30 jan. 2016.

STATISTICS NORWAY. *Pirâmide Etária da População Norueguesa*. Disponível em:

https://www.ssb.no/en/befolkning/statistikker/folkemengde/image/218947.png?_encoded=2f6666666666666678302f35382f29303136286874646977656c616373&_ts=14b9c3a668

TEMASEK HOLDINGS WEBSITE. Disponível em: <http://www.temasekholdings.com.sg/>

Último acesso em: 30 jan. 2016.

THE WORLD BANK. *GINI index*. Disponível em:

<http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI?locations=BW> Último acesso em: 10 dez. 2016.

_____. *Botswana overview*. Disponível em:

<http://www.worldbank.org/en/country/botswana/overview> Último acesso em: 10 dez. 2016.

THE HERITAGE FOUNDATION. *Botswana Economic Freedom Score*. Index of Economic Freedom, 2016. Disponível em:

<http://www.heritage.org/index/pdf/2016/countries/botswana.pdf> Último acesso em: 10 dez. 2016.

UNITED STATES ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION. *Norway*.

Disponível em: <http://www.eia.gov/beta/international/country.cfm?iso=NOR> Último acesso em: 01 abr. 2015.

Lista de FSR do SWF – Sovereign Wealth Funds Institute

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/adia.php>

ALGERIA - REVENUE REGULATION FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/algeria.php>.

AUSTRALIAN FUTURE FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/australia.php>.

AZERBAIJAN - STATE OIL FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/azerbaijan.php>.

BRUNEI INVESTMENT AGENCY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/brunei.php>

CANADA - ALBERTA'S HERITAGE FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/alberta.php>

CHILE - PR & ES FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/chile.php>

CHINA INVESTMENT CORPORATION. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/cic.php>

FRANCE - STRATEGIC INVESTMENT FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/france.php>

IRAN - OIL STABILISATION FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/iran.php>

KAZAKHSTAN NATIONAL FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kazakhstan.php>

KIRIBATI - REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kiribati.php>

KOREA INVESTMENT CORPORATION. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/korea.php>

KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php>

LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/libya.php>

MALAYSIA - KHAZANAH NASIONAL. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/malaysia.php>

NORWAY - GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/norway.php>

OMAN - STATE GENERAL RESERVE FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/oman.php>

QATAR INVESTMENT AUTHORITY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/qatar.php>

SAUDI ARABIA - PUBLIC INVESTMENT FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/saudipif.php>

SINGAPORE – GIC. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/gic.php>

SINGAPORE - TEMASEK HOLDINGS. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/temasek.php>

UAE - INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/dubai.php>

UAE - MUBADALA DEVELOPMENT COMPANY. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/mubadala.php>

USA - ALASKA PERMANENT FUND. List of Sovereign Wealth Funds. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/alaska.php>