



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**  
**FACULDADE DE DIREITO**

**LUIZ ALBERTO DA CUNHA BUSTAMANTE**

**FUNDO SOCIAL DO PRÉ-SAL:  
ASPECTOS RELATIVOS À GOVERNANÇA**

**Brasília**

**2011**

**Luiz Alberto da Cunha Bustamante**

**Fundo Social do Pré-Sal:  
Aspectos Relativos à Governança**

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da  
Universidade de Brasília (UnB) como requisito para  
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Gustavo Kaercher Loureiro

**Brasília**

**2011**

Luiz Alberto da Cunha Bustamante

Fundo Social do Pré-Sal: Aspectos Relativos à Governança

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB) como requisito para obtenção do título de Bacharel em Direito, aprovado com conceito [SS].

Brasília, DF, 10 de Dezembro de 2011.

---

Prof. Dr. Prof. Luiz Gustavo Kaercher Loureiro  
Professor Orientador

---

Prof. Dr. Juliano Zaiden Benvindo  
Membro da Banca Examinadora

---

Prof. MSc. Adriano Drummond Cançado Trindade  
Membro da Banca Examinadora

---

Prof. Rodolfo Tsunetaka Tamanaha  
Membro da Banca Examinadora

A José de Carvalho Bustamante,  
meu pai, *in memoriam*.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha esposa, Sandra, e aos meus filhos, Leonardo e Gabriel, pelo amor e pelo apoio que me deram para a realização deste curso, que nos custou tantas horas preciosas de convívio.

Agradeço aos meus parentes e aos meus amigos, que sempre se mantiveram ao meu lado apesar de tê-los “abandonado” durante este curso.

Agradeço aos meus colegas da UnB pelo tratamento carinhoso e pelos ótimos momentos de convívio.

Agradeço aos professores da UnB pelo muito que me ensinaram.

Agradeço aos funcionários da UnB por todo o auxílio prestado.

Agradeço à Câmara dos Deputados e aos meus colegas de trabalho pela compreensão e pela ajuda recebida.

## RESUMO

Este trabalho estuda a estrutura de governança do Fundo Social, o fundo soberano de riqueza criado pela Lei nº 12.351/2010. O Fundo Social vai gerir a parcela da União da renda advinda da exploração do petróleo descoberto na camada do pré-sal. A partir da análise dos fundamentos teóricos da governança, das diretrizes de boas práticas de governança recomendadas por organizações multilaterais e das experiências do Fundo Soberano do Brasil, criado pela Lei nº 11.887/2008, e do fundo soberano da Noruega, internacionalmente considerado como tendo a melhor governança entre os fundos soberanos de riqueza, avalia-se que a legislação do Fundo Social é inadequada para o desenvolvimento de boas práticas de governança. O modelo adotado concentra excessivo poder no Executivo, fragilizando a governança do Fundo Social, especialmente no que se refere à tomada de decisão e à prestação de contas.

Palavras-chave: fundo soberano de riqueza, governança, fundo social, petróleo da camada pré-sal.

## **ABSTRACT**

This work studies the governance framework of the Social Fund, the sovereign wealth fund established by Law n° 12.351/2010. The Social Fund will manage the Union share of the income from the exploitation of oil discovered in the pre-salt layer. From the analysis of the theoretical foundations of governance, guidelines of good governance practices recommended by multilateral organizations and experiences of the Sovereign Fund of Brazil, created by Law n° 11.887/2008, and the Norway's sovereign wealth fund, internationally regarded as having the best governance among sovereign wealth funds, it is estimated that the legal framework of the Social Fund is inadequate for leading to good governance practices. The model concentrates too much power in the executive, weakening the governance of the Social Fund, especially with regard to decision making and accountability.

Keywords: sovereign wealth fund, governance, social fund, pre-salt layer oil.

## LISTA DE SIGLAS

AIE:	Agência Internacional de Energia
BBDTVM:	Banco do Brasil Gestão de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
BCB:	Banco Central do Brasil
BNDES:	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDFSB:	Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil
C&T:	Ciência e Tecnologia
CF:	Constituição Federal
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
EPE:	Empresa de Pesquisa Energética
EUA:	Estados Unidos da América
FFIE:	Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização
FMI:	Fundo Monetário Internacional
FS:	Fundo Social
FSB:	Fundo Soberano do Brasil
FSR(s):	Fundo(s) Soberano(s) de Riqueza
FPE-G:	Fundo de Pensão Estatal - Global
IBGC:	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ISR:	Investimento Socialmente Responsável
IWG-SWF:	<i>International Working Group on Sovereign Wealth Funds</i>
IWSWF:	<i>International Forum of Sovereign Wealth Funds</i>
OCDE:	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
OIT:	Organização Internacional do Trabalho
ONG(s):	Organização(ões) não Governamental(ais)
ONU:	Organização das Nações Unidas
PPGA:	Princípios e Práticas Geralmente Aceitos
RSE:	Responsabilidade Social da Empresa
SRI:	<i>Socially Responsible Investment</i>
STN:	Secretaria do Tesouro Nacional
SWF(s):	<i>Sovereign Wealth Fund(s)</i>
SWFI:	<i>Sovereign Wealth Fund Institute</i>



TCU: Tribunal de Contas da União

UNESCAP: *United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific*

WCED: *World Commission on Environment and Development*

**LISTA DE UNIDADES E ABREVIATURAS**

a.a.:	Ao ano
art.:	Artigo
bbf:	Barril
US\$:	Dólar americano

## SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	4
RESUMO .....	5
ABSTRACT.....	6
LISTA DE SIGLAS .....	7
LISTA DE UNIDADES E ABREVIATURAS.....	9
SUMÁRIO .....	10
INTRODUÇÃO .....	12
1. FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA .....	15
1.1. Definição de Fundo Soberano de Riqueza .....	15
1.2. Histórico e Importância dos Fundos Soberanos de Riqueza .....	21
2. A GOVERNANÇA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA .....	28
2.1. A Governança na Administração Pública.....	28
2.2. Teorias Econômicas Aplicáveis à Governança.....	33
2.2.1. Teoria dos Custos de Transação .....	33
2.2.2. Teoria da Agência.....	35
2.2.3. Teoria das Partes Interessadas .....	37
2.2.4. Teoria da Escolha Pública.....	37
2.3. Governança Corporativa: Aplicabilidade da Teoria da Agência .....	39
2.4. Governança na Administração Pública: Aplicabilidade da Teoria da Agência.....	42
2.5. Ética e Responsabilidade Social da Empresa .....	49
3. DIRETRIZES PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	57
3.1. Diretrizes da OCDE para Governança Corporativa.....	57
3.2. Os “Princípios de Santiago” .....	60
3.3. Indicadores de Governança dos Fundos Soberanos de Riqueza.....	64
3.3.1. <i>Sovereign Wealth Fund Institute</i> .....	64
3.3.2. <i>The Carnegie Middle East Center</i> .....	65
3.3.3. <i>Peterson Institute for International Economics</i> .....	69

4. ANÁLISE DA LEI N° 12.351/2010 .....	73
4.1. Introdução.....	73
4.2. Marco Analítico.....	74
4.3. Fundo Soberano do Brasil .....	83
4.4. Fundo de Pensão Estatal - Global.....	92
4.5. Discussão sobre os Fundos Soberanos Brasileiros .....	96
5. CONCLUSÃO .....	103
REFERÊNCIAS .....	104
ANEXO 1: Lei n° 12.351/2010.....	118
ANEXO 2: PL n° 5.940/2009 e Lei n° 12.351/2010.....	122
ANEXO 3: Lei n° 11.887/2008.....	125

## INTRODUÇÃO

Há cerca de 200 milhões de anos, a América do Sul, a África, a Antártida, a Austrália e a Índia constituíam uma massa terrestre única, o super continente Gondwana. Porém, a movimentação das placas tectônicas, sobre as quais se assentam os continentes, provocou a ruptura de Gondwana, e, assim, por volta de 140 milhões de anos atrás, a América do Sul e a África começaram a se afastar num longo e vagaroso processo que deu origem ao Atlântico Sul.

Inicialmente, formaram-se depressões entre os dois continentes, paralelas à costa atual, onde surgiram lagos que, abastecidos por águas ricas em nutrientes, fervilhavam de vida. A matéria orgânica de seres microscópicos mortos, misturada com sedimentos minerais, acumulava-se no fundo desses lagos e lentamente se decompunha no ambiente pobre em oxigênio.

Posteriormente, com o aumento do afastamento entre a América do Sul e a África, as águas do oceano passaram a inundar intermitentemente a depressão intercontinental, e surgiram golfos de águas rasas. As condições climáticas áridas provocavam a evaporação dessas águas, e espessas camadas de sal depositaram-se sobre a mistura de minerais e matéria orgânica em decomposição que jazia fundo dos antigos lagos.

Finalmente, o afastamento dos continentes foi suficiente para que ocorresse o fluxo constante de água do oceano, e instalou-se um ambiente marinho estável que evoluiu até os nossos dias. Sedimentos, de origem marinha e outros arrastados dos continentes, depositaram-se sobre a camada de sal, que foi afundando em relação ao leito do oceano.

A matéria orgânica, isolada pela camada de sal e soterrada sob camadas de sedimentos, sofreu decomposição sob condições de temperatura e de pressão que propiciaram ao final do processo a sua transformação em petróleo e/ou gás natural.

Os parágrafos anteriores parecem um início inusitado para um trabalho jurídico, mas, ao mostrarem que o petróleo recentemente descoberto na camada do pré-sal é fruto de

uma combinação muito peculiar <sup>1</sup> de fatores biológicos, geológicos e climáticos que interagiram por mais de uma centena de milhões de anos, fazem refletir sobre o real significado da expressão “não renovável” aplicada aos recursos petrolíferos e, dessa forma, realçam um elemento essencial para a discussão que é o propósito deste trabalho. Se, por um lado, o processo de formação do petróleo ocorre em uma escala de tempo de dezenas de milhões de anos, por outro lado, a exploração econômica de um campo petrolífero se prolonga por apenas algumas dezenas de anos, ou seja, uma única geração humana pode se apropriar de uma riqueza fóssil que não será mais reposta.

Diante da característica de acontecimento raro que é a formação do petróleo e da magnitude da renda a ser gerada a partir da exploração do petróleo do pré-sal, que se estima será da ordem de trilhões de reais <sup>2</sup>, não seria razoável deixar de pensar e de debater sobre a forma mais justa aproveitar essa riqueza, considerando as necessidades não só as dos diversos segmentos que atualmente compõem a sociedade brasileira, mas também das gerações que nos seguirão.

Parte da solução apresentada pelo Executivo para essa questão foi a criação de um Fundo Soberano de Riqueza, FSR <sup>3</sup>, que recebeu o nome de Fundo Social, FS. O Capítulo VII, da Lei n° 12.351 (BRASIL, 2010a), de 22 de dezembro de 2010 <sup>4</sup>, a Lei da Partilha de Produção, entre os artigos 47 e 60, determina os objetivos, as fontes de recursos, as políticas de investimento e a gestão do FS.

Contudo, a discussão de um tema de tamanha importância, atropelada pelo calendário da campanha eleitoral presidencial de 2010 e ofuscada pela polêmica sobre a

---

<sup>1</sup> Na verdade, são condições ainda mais especiais do que aquelas rapidamente descritas no texto acima. Para que ocorra a formação de petróleo, é necessário que opere um sistema petrolífero. Um sistema petrolífero corresponde a uma bacia sedimentar, ou mais frequentemente a parte de uma bacia sedimentar, que combina todos os ingredientes sedimentares e estruturais essenciais: rocha geradora (onde ocorre a transformação de matéria orgânica em petróleo e/ou gás natural), rocha reservatório (para onde o petróleo e/ou gás natural migra), rocha selante (impermeável ao petróleo e/ou gás natural, impede que os hidrocarbonetos continuem a migrar até à superfície e sejam degradados) e armadilha (combinação de rochas reservatório e selante estruturadas de tal forma que permita a acumulação de petróleo). Além disso, o sistema petrolífero deve reunir os processos geológicos necessários, no ritmo e no tempo adequados, para a formação e a acumulação de petróleo e/ou gás natural em depósitos: a história térmica da rocha geradora associada ao seu soterramento progressivo, a migração dos hidrocarbonetos e o seu acúmulo na armadilha devem ocorrer em sincronia (HUC, 2004, p. 243-247).

<sup>2</sup> Esse cálculo é feito considerando as possíveis reservas e a projeção do preço do barril de petróleo. Apenas nas quatro principais acumulações encontradas nas áreas já concedidas, correspondentes a 28% da província do pré-sal, a Petrobras estima que as reservas recuperáveis estejam entre 12 e 14 bilhões de barris de petróleo (LIMA, 2011, p. 5-6). A Agência Internacional de Energia, AIE, projeta que o preço do barril de petróleo, a médio e longo prazo, se manterá acima de US\$ 100 (AIE, 2008, p. 69)

<sup>3</sup> Do inglês “Sovereign Wealth Fund”, SWF, também traduzido para o português como Fundo de Riqueza Soberana.

<sup>4</sup> O texto do Capítulo VII, da Lei n° 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) é apresentado no Anexo 1 deste trabalho.

divisão dos royalties do petróleo, foi praticamente inexistente, e o texto legal aprovado, a nosso ver, não contém os instrumentos adequados para garantir a boa governança do FS.

O objetivo deste trabalho é justamente demonstrar a fragilidade da Lei nº 12.351/2010 (Brasil, 2010a) nos aspectos relativos à governança do FS, assim como sugerir melhorias para que a razão de ser do FS não seja sobrepujada por interesses políticos de curto prazo. No primeiro capítulo, será dado um panorama geral sobre os FSRs; no segundo capítulo, será discutido o conceito de governança; no terceiro capítulo, serão apresentadas as boas práticas de governança aplicáveis aos fundos soberanos; no quarto capítulo, será analisada a Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a); e, concluindo, no quinto capítulo, serão apresentadas as conclusões e sugeridas medidas que poderão melhorar a governança do FS.

## 1. FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

### 1.1. Definição de Fundo Soberano de Riqueza

Apesar de o primeiro FSR ter sido criado em 1953, no Kuwait, foi apenas em 2005 que a expressão *sovereign wealth fund*<sup>5</sup> foi cunhada (WEISS, 2008, p. 5). Porém, ainda hoje não há consenso sobre como definir exatamente essas instituições financeiras. Haja vista o relatório sobre os FSRs apresentado pelo FMI (2008, p. 37), que selecionou oito diferentes definições. Uma publicação chega a afirmar, em tom jocoso, que existem mais definições do que FSRs propriamente ditos (SOVEREIGN, 2008, p.2). As razões para tamanha dificuldade são a diversidade de tipos de FSRs e a existência de outras entidades estatais que guardam semelhanças com os FSRs.

Entretanto, é possível encontrar elementos comuns à maioria das definições. Os FSRs são fundos de investimento estatais, isto é, são conjuntos de ativos pertencentes a Estados<sup>6</sup>, embora haja também alguns FSRs pertencentes a unidades de federações<sup>7</sup>, e que por eles são administrados direta ou indiretamente. Outro elemento característico dos FSRs é o fato de investirem em ativos estrangeiros. Portanto, numa primeira abordagem, podem-se definir os FSRs como “fundos de investimentos estatais que mantém e administram ativos no estrangeiro”. Essa definição de FSR parece estar em consonância com boa parte das definições encontradas na literatura<sup>8</sup>.

Todavia, essa definição mais simples é insuficiente porque não torna clara a distinção entre os FSRs e outros fundos estatais de capital, como as reservas internacionais, os fundos públicos de pensão e as empresas estatais. Muito embora, também não haja consenso

---

<sup>5</sup> Ver nota de rodapé 3 (p. 13).

<sup>6</sup> Daí o porquê do adjetivo soberano.

<sup>7</sup> Os estados americanos do Alaska, Wyoming e New Mexico e a província canadense de Alberta possuem FSRs.

<sup>8</sup> “SWFs can generally be defined as special investment funds created or owned by governments to hold foreign assets for long-term purposes.” (FMI, 2007, p. 45);

“Sovereign wealth funds (SWFs) are saving funds controlled by sovereign governments that hold and manage foreign assets.” (AIZENMAN e GLICK, 2008, p. 1);

“Sovereign wealth funds (SWFs), broadly defined as public investment agencies which manage part of the (foreign) assets of national states.” (BECK e FIDORA, 2008, p. 6);

“A Sovereign Wealth Fund (SWF) is a state-owned investment fund composed of financial assets such as stocks, bonds, real estate, or other financial instruments funded by foreign exchange assets.” (SWFI, 2011a)

“Sovereign wealth fund is a descriptive term for a separate pool of government-owned or government-controlled financial assets that include some international assets.” (TRUMAN, 2008, p.1).



na literatura a respeito dessa diferenciação (AHMADOV, TSANI e ASLANLI, 2009, p. 7). Para avançar nessa discussão, é necessário aprofundar a análise dos FSRs, enfocando na origem de seus recursos e nos seus objetivos.

A fonte de recursos, a “riqueza” no nome dos FSRs, pode ser de dois tipos: *commodity* e *não commodity* (EUA, 2007, p.1). Essa dicotomia consta da definição de FSR dada pela OCDE <sup>9</sup>.

Os FSRs do tipo *commodity* são capitalizados com a renda obtida pela comercialização de riquezas minerais, pertencentes ou taxadas pelo governo, usualmente petróleo e gás natural, mas também há outros produtos minerais cujas rendas são carregadas para os FSRs, como cobre, fosfato, diamante e minérios em geral (DEUTSCHE BANK RESEARCH, 2007, p. 3).

Os FSRs do tipo *não commodity* mais comuns são aqueles capitalizados com o excedente <sup>10</sup> de reservas internacionais resultante de superávits comerciais advindos da exportação de produtos industrializados. Há ainda outras fontes de capitalização de FSRs do tipo *não commodity*, como operações cambiais do governo, rendas provenientes de privatizações e superávit fiscal (TSANI, AHMADOV e ASLANLI, 2010, p. 3). Os FSRs do tipo *não commodity* são típicos dos países emergentes do Extremo Oriente, cujos superávits comerciais são favorecidos por políticas cambiais que mantêm as moedas locais artificialmente desvalorizadas em relação ao dólar <sup>11</sup>. As reservas internacionais desses países atingiram níveis mais do que suficientes para evitar a exposição cambial, o que permite que parte delas seja transferida para fundos especiais e investida em ativos mais rentáveis e arriscados do que aqueles em que normalmente se investem as reservas internacionais (DEUTSCHE BANK RESEARCH, 2007, p. 6-7).

Quanto aos objetivos dos FSRs, o FMI (2007, p. 46; 2008, p. 5) identificou cinco:

---

<sup>9</sup> “SWFs per se are government-backed investment entities managing state revenues earned on non-renewable natural resources (such as the Gulf State SWFs) or central bank foreign exchange reserves accumulated by non-commodity exports (such as the Chinese SWFs).” (OCDE, 2007, p.2).

<sup>10</sup> O excedente de reservas internacionais é usualmente calculado com base no mais rígido de dois critérios: a diferença entre o valor das reservas internacionais e o valor de três meses de importação e a diferença entre as reservas internacionais e o total de débitos de curto prazo (BECK e FIDORA, 2008, p. 14).

<sup>11</sup> O controle da taxa de câmbio foi adotado por esses países para evitar a repetição das crises econômicas ocorridas na região no final da década de 1990 (CUNHA, 2006, p. 495-496).

- Estabilização: usual nos FSRs tipo *commodity*, o objetivo é isolar a economia e o orçamento, cujas despesas costumam ser mais ou menos estáveis, da volatilidade do preço das *commodities*. FSRs de estabilização são apropriados para implementação de políticas fiscais anticíclicas. Nos anos em que os preços das *commodities* estão elevados, são acumulados ativos para serem utilizados nos anos em que os preços estão baixos.
- Poupança: também usual nos FSRs tipo *commodity*, o objetivo é garantir que os benefícios da exploração dos recursos naturais não renováveis se estendam às gerações vindouras <sup>12</sup>. Parte da renda obtida com a exploração dos recursos naturais não renováveis é utilizada para a constituição de um fundo de poupança composto por ativos diversificados capazes de gerar rendimentos mesmo após o esgotamento desses recursos. Esses fundos de poupança, ao distribuir no tempo a entrada da renda gerada pelos recursos naturais não renováveis, evitam o rápido afluxo de capitais na economia do país e ajudam a mitigar os efeitos da “doença holandesa” <sup>13</sup>.
- Investimento: o objetivo é reduzir o custo negativo de carregamento das reservas internacionais <sup>14</sup> ou obter maiores retornos delas por meio da aplicação em ativos mais rentáveis do que aqueles em que comumente se aplicam as reservas internacionais.
- Desenvolvimento: objetivam alocar recursos para financiar projetos socioeconômicos prioritários, como os de infraestrutura, ou promover

<sup>12</sup> É uma questão de justiça intergeracional. Seria moralmente aceitável que uma única geração fosse a beneficiária de uma riqueza não renovável, tirando das gerações futuras qualquer oportunidade de usufruir o bem estar resultante da exploração dessa riqueza?

<sup>13</sup> Termo econômico que “remonta ao fenômeno ocorrido na Holanda na década de 1960, quando a descoberta de grandes depósitos de gás natural teve impactos distintos sobre a economia local: se, por um lado, as exportações proporcionaram um aumento da renda, por outro lado a apreciação do florim holandês - em função da entrada de divisas externas provenientes das vendas da *commodity* energética - tornaram as exportações dos outros produtos menos competitivas.” (NAKAHODO e JANK, 2006, p.2). Assim, o objetivo imediato dos FSRs do tipo poupança é evitar a apreciação da moeda local e, dessa forma, manter a competitividade internacional de outros setores da economia, em particular, da indústria. A “doença holandesa” também é conhecida como “mal dos recursos naturais”.

<sup>14</sup> O custo de carregamento é dado pelo diferencial entre a taxa de juros paga aos títulos do governo vendidos internamente e a taxa de juros recebida nas aplicações das reservas internacionais no exterior. Como exemplo, note-se o Brasil, onde apenas a moeda nacional, o Real, tem curso legal, sendo vedados, salvo exceções expressas em lei, os pagamentos em moedas estrangeiras - Art. 1º do Decreto-Lei nº 857/1969 (BRASIL, 1969) e art. 1º, I, da Lei nº 10.192/2001 (BRASIL, 2001). Então, quando se pretende trazer recursos em moeda estrangeira para o Brasil com intuito de realizar negócios, é necessário fazer o câmbio para o Real. Ao realizar o câmbio, o Banco Central, acumula moeda estrangeira nas reservas internacionais e injeta reais na economia brasileira. Para afastar pressões inflacionárias provocadas por esse ingresso de reais, tendo em vista que o aumento da quantidade de moeda na economia sem o correspondente aumento da produção é inflacionário, o Banco Central vende títulos para enxugar o excesso liquidez. De outro lado, as reservas internacionais são aplicadas no exterior em títulos de alta liquidez e boa segurança, mas de baixa rentabilidade. Em 2010, esse diferencial entre as taxas de juros interna e externa, ou seja, o custo de carregamento das reservas internacionais do Brasil, foi de R\$ 26,6 bilhões (GLOBO, 2011).

políticas industriais que possam aumentar o potencial de crescimento do país <sup>15</sup>.

- Reserva para aposentadoria: objetivam custear futuros passivos fiscais gerados pelos fundos públicos de pensão à medida que a idade média da população nacional aumenta, o que provoca a redução da proporção entre contribuintes e beneficiários e, conseqüentemente, a insuficiência das contribuições para fazer frente aos benefícios.

Na prática, esses objetivos muitas vezes se somam ou são alterados gradualmente de um para outro (FMI, 2007, p. 46).

Com os elementos apresentados nos parágrafos anteriores é possível diferenciar, pelo menos em grande parte, os FSRs de outros fundos estatais de capital.

A principal diferença entre os FSRs e as reservas internacionais é o perfil dos investimentos de cada um deles. As reservas internacionais constituem lastro para cobrir possíveis déficits na balança de pagamento dos países e protegem contra a exposição cambial, isto é, o risco de expressiva perda de moedas conversíveis em razão dos humores, e rumores, do mercado. Esses objetivos fazem com que as aplicações das reservas internacionais sejam realizadas em ativos com alta liquidez, boa segurança e, por conseguinte, rentabilidade relativamente baixa, como os títulos emitidos pelos governos dos países ricos, principalmente os Estados Unidos <sup>16</sup>. Já as aplicações dos FSRs buscam ativos com rentabilidade mais elevada, por isso os investimentos costumam ser de prazo mais longo e de maior risco (EUA, 2007, p.1). Além disso, no ponto de vista do Departamento do Tesouro americano, os FSRs devem ser administrados separadamente das reservas oficiais sob controle das autoridades

---

<sup>15</sup> Esse tipo de gasto direcionado, à economia doméstica, pode constituir-se em investimento ou despesa. Quando aplicados em setores produtivos, ao mesmo tempo em que cumprem o papel estratégico de fomentar um setor da economia, poderão trazer retorno financeiro direto para o FSRs. Por outro lado, gastos de cunho social, como nas áreas de saúde ou de educação, muito embora tenham benefícios inegáveis e importantes, não resultarão em rentabilidade direta para o FSRs. (BNDES, 2009, p. 16).

<sup>16</sup> No Brasil, em conformidade com a Lei nº 4.595/1964 (BRASIL, 1964), as reservas internacionais são mantidas e administradas pelo Banco Central do Brasil, BCB. Um dos objetivos a ser alcançado pelas reservas internacionais é a redução da exposição do país ao risco cambial. Ao final de 2010, as reservas internacionais do Brasil montavam o equivalente a US\$ 288,57 bilhões, 81,8% alocadas em dólar norte-americano, o principal tipo de ativo são títulos soberanos, 80,2% do total das reservas, com rentabilidade média anual de 1,82%. (BCB, 2011a). Ao final de agosto de 2011, as reservas internacionais do Brasil contabilizadas pelo Banco Central atingiram o equivalente a US\$ 353 bilhões (BCB, 2011b).

monetárias <sup>17</sup>, portanto não devem ser contabilizados como reservas internacionais segundo os padrões do FMI <sup>18</sup>.

Contudo, na prática, pode surgir uma área cinzenta entre os FSRs e as reservas internacionais tanto com relação à administração, considerando-se que metade dos FSRs são entidades subordinadas ao ministério da fazenda ou ao banco central, justamente as autoridades monetárias (AHMADOV, TSANI e ASLANLI, 2010, p. 7), quanto com relação ao tipo de investimento, pois, muitas vezes, apenas no caso concreto é possível avaliar se determinado investimento externo está prontamente disponível para as autoridades monetárias e por elas é controlado, conforme o padrão do FMI para as reservas internacionais (FMI, 1993, p. 98).

Com relação aos fundos públicos de pensão, esses são distinguíveis dos FSRs por fazerem parte do sistema de seguridade social. E, como tal, são capitalizados por meio de contribuições dos participantes e de transferências governamentais, ou seja, são capitalizados com moeda nacional. E mais, os fundos públicos de pensão realizam seus investimentos preferencialmente em ativos do próprio país e têm como propósito exclusivo financiar os benefícios dos planos de pensão (BLUNDELL-WIGNALL, HU e YERMO, 2008, p. 119). Entretanto, também pode ocorrer superposição com os FSRs, principalmente porque a tendência é que os fundos públicos de pensão passem crescentemente a realizar investimentos significativos no exterior devido aos avanços do mercado internacional de capitais e ao aumento do valor de poupança acumulado por eles (EUA, 2007, p.1). A indistinção é mais acentuada quando se compara os fundos públicos de pensão com FSRs que objetivam formar reserva para futuras aposentadorias. Nesse caso, alguns autores adotam como fator de diferenciação a características dos FSRs de não possuírem obrigações explícitas de curto prazo, enquanto os fundos públicos de pensão têm obrigação de pagar os benefícios aos quais os pensionistas já fizeram jus (BECK e FIDORA, 2008, p. 6).

Aparentemente é mais fácil distinguir FSRs de empresas estatais do que de reservas internacionais ou de fundos públicos de pensão, mas ainda assim é possível a

---

<sup>17</sup> “This appendix will use the term SWF to mean a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages those assets separately from the official reserves of the monetary authorities.” (EUA, 2007, p.1)

<sup>18</sup> De acordo com o FMI (1993, p. 97), reservas internacionais são ativos externos, prontamente disponíveis para as autoridades monetárias e por elas controlados para, diretamente, financiar desequilíbrios de pagamentos e, indiretamente, regular a magnitude de tais desequilíbrios por meio da intervenção nos mercados cambiais para afetar a taxa de câmbio e/ou outros propósitos.

ocorrência de situações em que a distinção não se torna tão clara. Como tem sido discutido neste capítulo, FSRs são conjuntos de ativos estatais operados para atender determinados objetivos, enquanto as empresas estatais são pessoas jurídicas criadas pelos governos para realizar atividades comerciais. Os FSRs são entidades cuja atividade principal é investir nos mercados financeiros internacionais, mas nessas operações podem vir a adquirir o controle acionário de empresas comerciais, tornando-se, pelo menos indiretamente, empresas estatais. As empresas estatais, por sua vez, não são constituídas necessariamente para a realização de investimentos financeiros internacionais, todavia elas podem vir a fazê-lo, atuando, assim, de forma semelhante aos FSRs (BACKER, 2009a, p. 185-186).

Considerando as dificuldades de distinção dos diversos entes estatais que podem realizar investimentos no exterior, algumas definições de FSR se fazem “por exclusão”:

“FSR são definidos como fundos ou conjuntos de investimentos para fins especiais de propriedade do governo. Criados pelo governo com propósitos macroeconômicos, os FSRs mantêm, gerenciam ou administram ativos para alcançar objetivos financeiros e empregam um conjunto de estratégias de investimento que incluem investir em ativos financeiros externos. Os FSRs são normalmente estabelecidos a partir de superávits no balanço de pagamentos, operações oficiais com moeda estrangeira, receitas de privatizações, receitas de superávits fiscais e/ou resultantes da exportação de commodities. Esta definição exclui, entre outros, ativos em moeda estrangeira detidos pelas autoridades monetárias para os propósitos tradicionais relativos ao balanço de pagamentos e à política monetária, operações de empresas estatais tradicionais, fundos de pensão mantidos por governo e empregados ou ativos geridos para benefício de indivíduos.” (IWG-SWF, 2008, p. 27) <sup>19</sup>.

Mezzacapo (2009), analisando diversas definições de FSRs, destacou as seguintes características dessas entidades:

- “ - Grupos de ativos (domésticos e estrangeiros) públicos;
- Legal, financeira e operacionalmente apartados de outros ativos e obrigações públicas;
- Disponíveis para corpos políticos (isto é, não para as autoridades monetárias) para alcançar uma variedade de objetivos públicos (tipicamente isolar o orçamento e economia da volatilidade de receitas, ajudar as autoridades monetárias a esterilizar liquidez indesejada, acumular poupança para as futuras gerações ou usar o dinheiro para o desenvolvimento econômico e social);
- Diferentes daqueles relacionados à condução das políticas monetária e cambial e à gestão de sistemas públicos de pensão.” (Mezzacapo, 2009, p. 4-10)

---

<sup>19</sup> International Working Group on Sovereign Wealth Funds - IWG-SWF é uma instituição articulada pelo FMI que conta com a participação 23 países membros que possuem FSRs. O IWG-SWF foi criado com o objetivo de amainar as preocupações surgidas nos países receptores com relação aos investimentos dos FSRs e, assim, evitar políticas protecionistas que impeçam a livre circulação de capitais e investimentos.

Ainda de acordo com Mezzacapo (2009, p.10), para efetivamente apartar o FSR de outros ativos financeiros do Estado, é necessário que existam três separações: separação física, separação organizacional e separação comportamental.

Como se depreende de toda a discussão apresentada, a definição de FSR ainda é controvertida, a literatura oferece diversas definições e provavelmente não se chegará ao consenso, mas o que se pode afirmar é que os FSRs são o encontro da alta finança com a alta política (TSANI, AHMADOV e ASLANLI, 2010, p. 3), com todas as consequências daí resultantes.

## **1.2. Histórico e Importância dos Fundos Soberanos de Riqueza**

Historicamente é possível dividir a criação dos FSRs em três ondas (BALIN, 2008, p. 1-2), a primeira, ocorrida na década de 1950, quando se aguçaram os conflitos de interesse entre os países produtores de petróleo do Golfo Pérsico e as grandes companhias petrolíferas, a segunda onda veio na esteira do aumento do preço do petróleo resultante dos choques de 1973 e de 1979, e, por fim, a terceira onda, a maior, associada ao aumento dos preços das *commodities*, principalmente do petróleo, e aos superávits comerciais de países emergentes no Extremo Oriente ocorridos a partir do final da década de 1990. De 48 FSRs identificados, 28 foram criados a partir de 2000, e desses, 20 são do tipo *commodity* (EUA, 2008, p.11).

Os números disponíveis na literatura sobre a quantidade de FSRs são variáveis em razão da adoção de critérios diversos para classificar uma instituição como sendo um FSR. Soma-se a isso, a proliferação de FSRs nos últimos anos, o que faz com que as listas fiquem defasadas rapidamente. Um dos institutos mais tradicionais dedicados ao estudo dos FSRs, *Sovereign Wealth Fund Institute*, apresenta aquela que parece ser a lista mais atualizada de FSRs (SWFI, 2011b), reproduzida na Tabela 1.

**Tabela 1 – Lista de Fundos Soberanos de Riqueza**

<b>País</b>	<b>Fundo</b>	<b>Ativos US\$ bilhão</b>	<b>Criação</b>	<b>Origem</b>
EAU – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	627,0	1976	Petróleo
Noruega	Government Pension Fund – Global	571,5	1990	Petróleo
China	SAFE Investment Company	567,9	1997	Não Commodity
Arábia Saudita	SAMA Foreign Holdings	472,5	n.d.	Petróleo
China	China Investment Corporation	409,6	2007	Não Commodity
Kuwait	Kuwait Investment Authority	296,0	1953	Petróleo
Hong-Kong	Monetary Authority Investment	292,3	1993	Não Commodity
Cingapura	Gov. Singapore Investment Corp.	247,5	1981	Não Commodity
Cingapura	Temasek Holdings	157,2	1974	Não Commodity
China	National Social Security Fund	146,5	2000	Não Commodity
Rússia	National Welfare Fund	142,5	2008	Petróleo
Catar	Qatar Investment Authority	85,0	2005	Petróleo
Austrália	Australian Future Fund	76,2	2004	Não Commodity
Líbia	Libyan Investment Authority	70,0	2006	Petróleo
EAU – Abu Dabi	Int. Petroleum Investment Company	58,0	1984	Petróleo
Argélia	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Petróleo
EUA - Alasca	Alaska Permanent Fund	40,3	1976	Petróleo
Cazaquistão	Kazakhstan National Fund	38,6	2000	Petróleo
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation	37,0	2005	Não Commodity
Malásia	Khazanah Nasional	36,8	1993	Não Commodity
Azerbaijão	State Oil Fund	30,2	1999	Petróleo
Irlanda	National Pensions Reserve Fund	30,0	2001	Não Commodity
Brunei	Brunei Investment Agency	30,0	1983	Petróleo
França	Strategic Investment Fund	28,0	2008	Não Commodity
EUA – Texas	Texas Permanent School Fund	24,4	1954	Petróleo
Irã	Oil Stabilisation Fund	23,0	1999	Petróleo
Chile	Social and Econ. Stabilization Fund	21,8	1985	Cobre
EAU – Dubai	Investment Corporation of Dubai	19,6	2006	Petróleo
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	15,6	2003	Não Commodity
Canadá	Alberta's Heritage Fund	15,1	1976	Petróleo
EUA – N. México	New Mexico State Investment Council	14,3	1958	Não Commodity
EAU – Abu Dabi	Mubadala Development Company	13,3	2002	Petróleo
Brasil	Sovereign Fund of Brazil	11,3	2008	Não Commodity
Barein	Mumtalakat Holding Company	9,1	2006	Não Commodity
Omã	State General Reserve Fund	8,2	1980	Petróleo
Botsuana	Pula Fund	6,9	1994	Diamantes
Timor Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	6,3	2005	Petróleo
México	Oil Revenues Stabil. Fund of Mexico	6,0	2000	Petróleo
Arábia Saudita	Public Investment Fund	5,3	2008	Petróleo
China	China-Africa Development Fund	5,0	2007	Não Commodity
EUA - Wyoming	Perm. Wyoming Mineral Trust Fund	4,7	1974	Minerais
Trinidad Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2,9	2000	Petróleo
Itália	Italian Strategic Fund	1,4	2011	Não Commodity

País	Fundo	Ativos US\$ bilhão	Criação	Origem
EAU - Ras Al Caimã	RAK Investment Authority	1,2	2005	Petróleo
Nigéria	Nigerian Sovereign Invest. Authority	1,0	2011	Petróleo
Venezuela	FEM	0,8	1998	Petróleo
Vietnã	State Capital Investment Corporation	0,5	2006	Não <i>Commodity</i>
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,4	1956	Fosfatos
Indonésia	Government Investment Unit	0,3	2006	Não <i>Commodity</i>
Mauritânia	Nat. Fund for Hydrocarbon Reserves	0,3	2006	Petróleo
EAU – Federal	Emirates Investment Authority	n.d.	2007	Petróleo
Omã	Oman Investment Fund	n.d.	2006	Petróleo
EAU – Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Council	n.d.	2007	Petróleo
Papua Nova-Guiné	Papua New Guinea Sov. Wealth Fund	n.d.	2011	<i>Commodity</i>
	Total FSRs Petróleo	2.645,7		
	Total FSRs Outros	2.120,3		
	Total FSRs	4.766,0		

O valor dos ativos administrados pelos FSRs é incerto, pois, além da volatilidade experimentada pelos mercados internacionais desde 2008, muitos fundos não são transparentes sobre seus investimentos. Em 2008, esse valor variava entre US\$ 2 e US\$ 3 trilhões, dependendo da fonte (SANTISO, 2008, p. 20; BLUNDELL-WIGNALL, HU e YERMO, 2008, p. 121; BECK e FIDORA, 2008, p. 8; DEUTSCHE BANK RESEARCH, 2007, p. 3; BANQUE DE FRANCE, 2008, p. 1). O valor mais atualizado é apresentado na Tabela 1, US\$ 4,8 trilhões, se bem que considerando alguns fundos que tradicionalmente não são classificados como FSR. Embora em valores absolutos esses montantes sejam impressionantes, o valor relativo é ainda pequeno quando comparado ao total de recursos que circula nos mercados internacionais. Por exemplo, em 2008, o valor dos ativos administrados pelos fundos de investimento privados era superior a US\$ 50 trilhões (BECK e FIDORA, 2008, p. 12). Entretanto, mantidos os preços altos das *commodities* e os superávits comerciais elevados dos países emergentes<sup>20</sup>, os FSRs apresentam perspectiva de rápido crescimento. Estima-se que em 2012 o valor dos ativos administrados pelos FSRs atingirá US\$ 5,5 trilhões (THECITYUK, 2011, p.1).

Contudo, as perspectivas otimistas para os FSRs também geram preocupações. Alguns críticos consideram os FSRs, por serem entidades estatais, não meros fundos de

<sup>20</sup> O FMI (2007, p. 45) estima que os países emergentes acumularão ativos internacionais à taxa de US\$ 800 bilhões a US\$ 900 bilhões por ano.



investimento em busca de lucro, mas possíveis instrumentos para a concretização de projetos geopolíticos, inclusive em prejuízo do país receptor de investimentos (PAULSON, 2009, p. 2). Segundo essa visão, os FSRs poderiam adquirir o controle de empresas estratégicas, por exemplo, dos segmentos de armas, de alta tecnologia ou de infraestrutura, obtendo poder para influenciar as estratégias e as operações corporativas ou assumir o controle dos ativos e do know-how da empresa, o que fragilizaria a segurança nacional do país receptor (DEUTSCHE BANK, 2007, p. 14).

A situação emblemática desses temores ocorreu em 2006, quando a empresa *Dubai Ports World* tentou adquirir o controle da companhia britânica P & O, que operava seis importantes instalações portuárias nos Estados Unidos. A oposição do Congresso americano fez com que o negócio só fosse concretizado quando a empresa árabe concordou com que a operação dos portos ficasse a cargo de entidades americanas (AHMADOV, TSANI e ASLANLI, 2009, p. 19). Apesar da empresa *Dubai Ports World* nem ser um FSR; trata-se, na verdade, de uma empresa estatal; o caso demonstra a oposição popular nos países desenvolvidos à aquisição de suas empresas por entidades estatais estrangeiras.

No mercado financeiro, também há o receio de que os FSRs possam atuar com outros objetivos que não exclusivamente o lucro e, assim, distorcer os preços dos ativos (BECK e FIDORA, 2008, p. 5). À oposição aos FSRs, se juntam aqueles que criticam a participação crescente do Estado na economia, os FSRs, considerados como mais uma manifestação do “novo mercantilismo”<sup>21</sup>, são vistos como possíveis fontes de ineficiência<sup>22</sup> (TSANI, AHMADOV e ASLANLI, 2010, p. 5).

Todos esses temores são avivados pelo fato de que alguns dos maiores FSRs não são transparentes quanto aos seus investimentos e pertencem a governos não democráticos. Pois, a combinação de baixo grau de prestação pública de contas com baixos padrões de governança corporativa poderia facilitar a busca de objetivos estratégicos por meio de FSRs

---

<sup>21</sup> “New mercantilism” termo utilizado para referência ao capitalismo “de Estado”, em oposição ao capitalismo “privado” (GILSON e MILHAUPT, 2008, p. 1.346)

<sup>22</sup> Um dos artigos que causou maior repercussão foi escrito por Summers (2007), intitulado “Fundos que sacodem a lógica capitalista”: “O que tem recebido menos atenção são os riscos específicos associados à propriedade por parte de entidades controladas pelo governo, especialmente quando o controle acionário é tomado por meio de investimentos diretos. A lógica do sistema capitalista depende de acionistas levando as empresas a agir de modo a maximizar o valor de suas ações. Está longe de ser óbvio que isso, ao longo do tempo, vai ser a única motivação dos governos como acionistas. Eles podem querer ver suas empresas nacionais competir de forma eficaz, extrair tecnologia ou conseguir influência.”

(BECK e FIDORA, 2008, p. 13). Entretanto, estudos realizados sobre a atuação prática dos FSRs não apontaram diferenças significativas entre esses fundos e fundos privados quanto às motivações dos investimentos realizados (AVENDAÑO e SANTISO, 2009, p. 29).

Por outro lado, os FSRs podem trazer impactos positivos para a economia mundial. Como são tipicamente investidores de longo prazo e grandes detentores de capital, os FSRs têm potencial para amortecer a volatilidade dos mercados e promover a estabilidade financeira (FMI, 2007, p.50). Essa ação positiva dos FSRs foi verificada no fim de 2007 e início de 2008, quando fundos de países do Golfo Pérsico e do Extremo Oriente compraram US\$ 63 bilhões em ações de instituições bancárias da Europa e dos Estados Unidos abaladas pela crise das hipotecas *subprime*<sup>23</sup> (BORTOLOTTI e col., 2010, p.10).

Há autores que consideram que os receios com relação aos FSRs são exagerados e refletem o desconforto dos países desenvolvidos com a perda de importância relativa na economia mundial que eles vêm sofrendo desde os anos 2000:

“Os fundos soberanos são produtos do importante reequilíbrio do poder econômico-financeiro em escala global. Seu surgimento tem gerado controvérsias, não só por causa do temor de investimentos politicamente induzidos, falta de transparência e outros argumentos de caráter conspiratório, mas também porque eles simbolizam um fenômeno muito mais profundo que está remodelando a economia e as finanças mundiais. Os mercados emergentes estão tomando uma liderança incomum, tornando-se, entre outras coisas, credores em massa para o mundo e para os países industrializados, em particular. Desde o início dos anos 2000, o mundo emergente como um todo está, pela primeira vez, apresentando superávits em conta corrente e exportando capital para o resto do mundo. Os países emergentes são agora os motores e os atores-chave da economia mundial.” (SANTISO, 2008, p. 18)

Ainda que os receios em relação aos FSRs possam ser exagerados, o temor de que as restrições a esses fundos provocassem a volta de políticas protecionistas nos mercados financeiros internacionais fez com que a OCDE e o FMI estabelecessem padrões, com base na boa governança, para atuação dos FSRs e para o relacionamento entre os países receptores de investimento e os FSRs.

---

<sup>23</sup> Hipotecas *subprime* são aquelas concedidas, principalmente nos Estados Unidos, a clientes que não ofereciam boas garantias de pagamento. Esses clientes tradicionalmente não conseguiam financiamento imobiliário, mas, no início dos anos 2000, como os juros estavam baixos, os imóveis se valorizavam continuamente e a economia crescia vigorosamente, as instituições financeiras passaram a conceder as hipotecas *subprime*; e, o mais grave, emitiram grande quantidade de títulos lastreados por esses créditos de alto risco. Quando, em 2006/2007, a taxa básica de juros americana foi aumentada para fortalecer o dólar que se desvalorizava, o índice de inadimplência aumentou significativamente entre os detentores de hipotecas *subprime* devido às taxas de juros serem pós-fixadas. Os efeitos dessa inadimplência atingiram não só as instituições financeiras que concederam as hipotecas *subprime*, mas também as que possuíam os títulos lastreados por elas. A aversão ao crédito rapidamente se espalhou pelo mercado financeiro, gerando uma crise sistêmica cujas consequências ainda repercutem negativamente na economia mundial (BLACKBURN, 2008, p. 63-68).

Com o esclarecedor título “Fundos Soberanos de Riqueza e Países Receptores: Trabalhando Juntos para Manter e Expandir a Liberdade de Investimento”, a OCDE (2008) preparou uma declaração sobre as políticas dos países receptores em relação aos FSRs onde, após reconhecer determinados pontos <sup>24</sup>, apresenta as seguintes diretrizes:

- “Países receptores não devem erguer barreiras protecionistas aos investimentos estrangeiros.
- Países receptores não devem discriminar investidores em tais circunstâncias. Qualquer restrição adicional ao investimento em países receptores só deve ser considerada quando políticas de aplicação geral, tanto para investidores externos quanto para investidores internos, forem inadequadas para lidar com as legítimas preocupações de segurança nacional.
- Quando tais preocupações de segurança nacional surgirem, as restrições dos países receptores aos investimentos devem ser:
  - Transparentes e previsíveis;
  - Proporcionais aos riscos, claramente identificados, à segurança nacional;
  - Sujeitas à prestação de contas em sua aplicação.” (OCDE, 2008, p. 2)

De fato, o que a OCDE almeja é que não haja duas regras distintas para os investimentos internacionais, uma aplicável aos investimentos privados, e outra, aos FSRs. Os FSRs devem ser tratados de acordo com princípios aplicáveis a investimentos internacionais privados, listados na “Declaração sobre Investimentos Internacionais e Empresas Multinacionais” <sup>25</sup> (OCDE, 2008, p.3), a qual o Brasil aderiu.

---

<sup>24</sup> - É bem vinda a contribuição construtiva dos FSRs para o desenvolvimento dos seus países de origem e dos países receptores. Eles têm se mostrado investidores guiados por objetivos comerciais, de longo prazo e confiáveis, e uma força para a estabilidade financeira global.

- Reconhece-se que, se os FSRs forem motivados por objetivos políticos em vez de objetivos comerciais, eles poderiam ser fonte de preocupações, e preocupações legítimas sobre a segurança nacional poderiam surgir.

- É bem vinda a discussão internacional envolvendo os FSRs, seus governos e os governos receptores. Esse aumento da compreensão contribui para a confiança mútua e ajuda a evitar respostas protecionistas que poderiam minar o crescimento econômico e o desenvolvimento.

- Observa-se que os países de origem dos FSRs e os próprios FSRs podem aumentar a confiança tomando medidas para reforçar a transparência e a governança dos FSRs.

- Apóia-se o trabalho do FMI sobre as melhores práticas dos FSRs, como uma contribuição essencial, e a coordenação permanente entre a OCDE e o FMI.

- Observa-se que a OCDE, por sua vez, tem trabalhado nas melhores práticas para os países receptores. Juntos o FMI e a OCDE ajudarão a preservar e a expandir um ambiente de investimento internacional aberto para os FSRs, salvaguardando os interesses essenciais de segurança.

- É bem vindo o Relatório do Comitê de Desenvolvimento da OCDE sobre FSRs e políticas dos países receptores, que reflete as contribuições da OCDE e das economias emergentes e aguarda com expectativa a realização de trabalhos futuros, incluindo o monitoramento pelos pares das políticas de desenvolvimento e considerações mais amplas sobre investimentos controlados por governos estrangeiros.

- Com base nesse Relatório, os Ministros apóiam os seguintes princípios de política para países receptores de investimentos dos FSRs. Esses princípios refletem compromissos de longa data da OCDE de promover um ambiente de investimento global aberto. Eles são compatíveis com os direitos e obrigações dos países da OCDE no âmbito dos instrumentos de investimento da OCDE. (OCDE, 2008, p.2)

<sup>25</sup> - Não discriminação. Os investidores estrangeiros devem ser tratados não menos favoravelmente do que os investidores domésticos em situações semelhantes.

- Transparência. Informações sobre restrições a investimentos estrangeiros devem ser compreensíveis e acessíveis a todos.

- Liberalização progressiva. Os membros comprometem-se com a eliminação gradual de restrições ao movimento de capitais através de seus países.

Os padrões de atuação para os FSRs, em especial a governança, serão tratados no próximo capítulo.

---

- Congelamento. Os membros comprometem-se a não introduzir novas restrições.

- Liberalização unilateral. Os membros também se comprometem a dar a permissão para que todos os outros membros se beneficiem das medidas liberalizantes que eles introduziram sem condicioná-la à adoção de medidas liberalizantes por parte dos outros membros. (OCDE, 2008, p. 3)

## 2. A GOVERNANÇA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Governança é um vocábulo polissêmico, cujo significado varia tanto em função do ramo do conhecimento em que é empregado, por exemplo, Direito, Administração, Economia, Sociologia, Relações Internacionais ou Ciência Política, quanto com relação ao contexto no qual é empregado, por exemplo, governança corporativa, governança internacional, governança nacional, governança local, governança ambiental, entre outros <sup>26</sup>. Governança, na sua acepção mais genérica, poderia ser definida como “o processo de tomada de decisão e o processo por meio do qual as decisões são implementadas (ou não)” (UNESCAP, 2011, p.1).

A seguir, para a melhor compreensão da governança nos FSRs, é apresentada explanação sobre teorias da Administração e da Economia que foram incorporadas na formulação teórica da governança dos setores público e privado.

### 2.1. A Governança na Administração Pública

A conceituação de governança no contexto da atuação estatal está fortemente ligada aos esforços de reforma do Estado, a partir dos anos 1980, para ajustá-lo à nova ordem econômica e financeira global (SANTOS, 1996, p. 6). Rhodes (1996, p. 653) relatou seis diferentes significados para governança que retratam as tendências e as contradições desse processo de transformação do Estado:

- i. Estado mínimo: É a redução da intervenção estatal ao mínimo, de forma que os serviços públicos passariam a ser providos pelo mercado ou por quase mercados <sup>27</sup>. Retrata uma preferência ideológica clara pelo neoliberalismo.

<sup>26</sup> Aqui surge um desafio, como definir governança para os FSRs considerando que essas entidades podem ser vistas segundo os contextos corporativo (fundos de investimento em busca de lucro), nacional (fundos de investimento estatais com propósitos macroeconômicos) e internacional (fundos de investimento soberanos com ativos no exterior).

<sup>27</sup> Ocorre o quase mercado quando o serviço público deixa de ser oferecido monopolisticamente pelo Estado, embora este continue a arcar com os custos, e passa a ser oferecido por outras organizações que competem entre si (LE GRAND, 1991, p. 1257). Classifica-se como quase mercado porque as organizações ofertantes não almejam necessariamente o lucro, podem ser organizações sem fins lucrativos, e os usuários não pagam preço para acessar o serviço.

- ii. Governança corporativa: É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas e controladas, aqui se identificam princípios da administração privada que são aplicáveis à administração pública, como a transparência, a integridade e a prestação de contas.
- iii. Administração Pública Gerencial (*New Public Management*): Pode ter dois significados “managerialismo” e Nova Economia Institucional (*New Institutional Economics*), o primeiro relaciona-se à aplicação de técnicas de gestão privadas na administração pública, como a avaliação de desempenho e a administração por resultados, e o segundo se refere à introdução de estruturas de incentivo no oferecimento de serviços públicos, como a competição de mercado.
- iv. Boa governança: Este conceito está ligado às políticas do Banco Mundial para os países do Terceiro Mundo a partir do final dos anos 1980, significa a maneira pela qual o poder é exercido na administração dos negócios do país. Segundo estudos de pesquisadores do Banco Mundial: “A extensão das liberdades civis de um país tem um impacto substancial sobre o sucesso da implementação de projetos de investimento governamentais financiados pelo Banco Mundial.” (ISHAM; KAUFMANN; PRITCHETT, 1997, p. 234). A boa governança se daria em três linhas: sistêmica, política e administrativa. A sistêmica deriva da distribuição de poder político e econômico; a política relaciona-se com o Estado que goza de legitimidade e autoridade advindas do mandato democrático; e a administrativa refere-se a um serviço público que presta contas, é auditado e tem competência para planejar e gerir as políticas públicas. Para ser eficiente, a administração pública, segundo o Banco Mundial, deve incentivar a competição e os mercados, privatizar as empresas estatais, diminuir o excesso de funcionários públicos, introduzir a disciplina orçamentária, descentralizar a administração e fazer maior uso das organizações não governamentais. A boa governança seria o encontro da Administração Pública Gerencial com democracia liberal. O Banco Mundial publica periodicamente um documento com os “Indicadores Mundiais de Governança” (KAUFMANN, KRAAY; MASTRUZZI, 2010), onde avalia a governança dos países segundo seis critérios: i) voz e prestação de contas; ii) estabilidade política e ausência de violência/terrorismo; iii) eficácia do governo; iv) qualidade do marco legal; v) Estado de Direito; e vi) controle da corrupção. Os indicadores são obtidos a partir da composição dos resultados de pesquisas de

percepção realizadas por diversos institutos privados, públicos, não governamentais ou multilaterais.

- v. Sistemas sócio-cibernéticos: De acordo com este entendimento de governança, os resultados das políticas públicas não são produtos do governo central, mas da interação de diversos atores. A política depende da negociação entre as partes envolvidas, públicas e privadas. O poder central não é mais supremo, existem múltiplos centros. Se o governo é assentado sobre a autoridade formal, a governança apoia-se em objetivos comuns. O poder central deve incentivar as interações sócio-políticas, e a governança é o resultado delas.
- vi. Redes auto-organizadas: O termo rede se refere aos diversos atores interdependentes envolvidos na entrega de serviços. Essa rede é auto-organizada, autonomamente formada por organizações que precisam trocar recursos para atingir seus objetivos, maximizar sua influência sobre os resultados e evitar tornar-se dependente dos outros atores. As redes resistem à direção dada pelo governo, desenvolvem suas próprias políticas e moldam seus ambientes.

Não é objetivo dos parágrafos anteriores traçar um quadro completo da(s) governança(s) na administração pública, até porque seria por demais pretensioso, mas ilustrar como o tema é complexo e eivado de matizes ideológicos. Nota-se que, nas acepções de governança apresentadas, o papel do Estado varia em importância. Mas, está clara a tendência da diminuição do papel do Estado frente ao mercado e/ou à sociedade civil organizada. Na verdade, há um certo consenso entre as diversas linhas de pensamento de que a governança refere-se ao desenvolvimento de formas de governar em que os limites entre o público e o privado tornaram-se borrados (STOKER, 1998, p. 17). Se governança já foi vista apenas com foco no Estado <sup>28</sup>, não é mais assim:

Governança, em outras palavras, é um fenômeno mais abrangente que governo. Ela contém as instituições governamentais, mas também subsume mecanismos não governamentais, informais, pelos quais pessoas e organizações, dentro de seu alcance, seguem em frente, satisfazem suas necessidades e realizam os seus desejos.

---

<sup>28</sup> Pierre (2000, p. 3) discute a classificação de governança em “velha” e “nova”, a primeira trata de como e quais possíveis resultados advêm da condução pelo Estado da sociedade e da economia por meio da negociação política, da definição de objetivos e de prioridades, a segunda foca mais genericamente a coordenação e os vários tipos de interação, formal ou informal, público-privado, mais predominantemente no papel das redes de políticas. Ainda, segundo Pierre (2000, p. 3): “A primeira abordagem pode ser rotulada de Estado-cêntrica, o principal problema a pesquisar é em que extensão o Estado possui a capacidade política e institucional de “guiar” e como o papel do Estado se relaciona com o interesse de outros atores influentes, na segunda abordagem, que é mais centrada na sociedade, o foco é na coordenação e na autogovernança, como tal, manifestada em diferentes tipos de redes e parcerias.”

[...] Dizendo mais enfaticamente, governança é um sistema de regras que só funciona se for aceita pela maioria (ou, pelo menos, pelos mais poderosos por ela afetados), enquanto o governo pode funcionar mesmo diante da ampla oposição às suas políticas.” (ROSENAU, 1992, p. 4)

Outro aspecto importante na transformação da governança estatal decorreu da criação de blocos econômicos supranacionais, como a Comunidade Europeia e o Mercosul, que fizeram com que os Estados tivessem que abrir mão de parte de sua soberania para implementar o processo de integração regional. A necessidade de articulação dos interesses dos diversos Estados levou à valorização dos princípios da horizontalidade e do acordo na governança (ESTEVE, 2009, p. 28). Os princípios da boa governança nesse novo contexto foram divulgados pela Comissão das Comunidades Europeias (2001) no chamado “Livro Branco”:

“São cinco os princípios em que se baseia a boa governança e as alterações propostas no presente Livro Branco: abertura, participação, responsabilização, eficácia e coerência. Cada um destes princípios é fundamental para a instauração de uma governança mais democrática. São eles que constituem a base da democracia e do Estado de direito nos Estados-Membros, mas aplicam-se a todos os níveis de governo – global, europeu, nacional, regional e local. São particularmente importantes para que a União possa dar resposta aos desafios salientados no capítulo anterior.

- Abertura. As instituições deverão trabalhar de uma forma mais transparente. Em conjunto com os Estados-Membros, deverão seguir uma estratégia de comunicação ativa sobre as tarefas da União e as suas decisões. Deverão utilizar uma linguagem acessível ao grande público e facilmente compreensível. Este aspecto reveste particular importância para melhorar a confiança em instituições complexas.

- Participação. A qualidade, a pertinência e a eficácia das políticas da União Europeia dependem de uma ampla participação através de toda a cadeia política – desde a concepção até a execução. O reforço da participação criará seguramente uma maior confiança no resultado final e nas instituições que produzem as políticas. A participação depende principalmente da utilização, por parte das administrações centrais, de uma abordagem aberta e abrangente, no quadro do desenvolvimento e aplicação das políticas da União Europeia.

- Responsabilização. É necessário definir atribuições no âmbito dos processos legislativo e executivo. Cada instituição da União Europeia deverá explicar a sua ação na Europa e assumir as responsabilidades correspondentes. Mas é também necessária uma maior clareza e responsabilidade dos Estados-Membros e de todos os que participam na elaboração e aplicação das políticas da União Europeia, seja a que nível for.

- Eficácia. As políticas deverão ser eficazes e oportunas, dando resposta às necessidades com base em objetivos claros, na avaliação do seu impacto futuro e, quando possível, na experiência anterior. A eficácia implica também que as políticas da União Europeia sejam aplicadas de forma proporcionada aos objetivos prosseguidos e que as decisões sejam adotadas ao nível mais adequado.

- Coerência. As políticas e as medidas deverão ser coerentes e perfeitamente compreensíveis. A necessidade de coerência na União é cada vez maior: o leque das tarefas aumentou; o alargamento virá aumentar a diversidade; desafios como a mudança climática e a evolução demográfica extravasam as fronteiras das políticas setoriais em que a União se tem vindo a basear; as autoridades regionais e locais estão cada vez mais envolvidas nas políticas da União Europeia. A coerência implica uma liderança política e uma forte



responsabilidade por parte das instituições, para garantir uma abordagem comum e coerente no âmbito de um sistema complexo. (COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, 2001, p. 11)

Segundo Esteve (2009), a extensão dos princípios da horizontalidade e do acordo à relação do Estado com a sociedade civil, ou seja, a priorização os aspectos relacionais com a sociedade civil, seria uma nova forma de governar, chamada de governança ou, melhor, de governança democrática, na qual se realçam a cooperação, a participação e a colaboração da cidadania. Trata-se de um governo-rede ou relacional, isto é, é um governo “que tem por finalidade a construção do desenvolvimento humano de forma compartilhada com a sociedade civil” (ESTEVE, 2009, p. 50). A governança democrática está surgindo para superar as formas de governar burocrática, em que se objetiva garantir o cumprimento da lei e a igualdade jurídica de oportunidade dos cidadãos, e gerencial, em que se objetiva a economia, a eficácia e a eficiência na prestação e gestão de serviços públicos. Na governança democrática, “a tarefa do governo é a de envolver os cidadãos na resolução de seus próprios problemas, cooperando com eles e melhorando a capacidade coletiva de atuação” (ESTEVE, 2009, p. 41).

O aporte do racionalismo econômico na administração pública ocorrido na década de 1980 não se deu apenas na prática da gestão de cunho gerencial, mas também nas teorias sobre governança. Muitos estudos sobre a governança das empresas privadas, desenvolvidos no âmbito da “Teoria da Firma”<sup>29</sup>, são também aplicados ao setor público. Três teorias econômicas são particularmente aplicadas para explicar a governança em geral: a Teoria dos Custos de Transação, a Teoria da Agência e a Teoria das Partes Interessadas. Há ainda uma quarta teoria econômica que pode ser aplicada especificamente à governança no setor público: a Teoria da Escolha Pública.

---

<sup>29</sup> A Teoria da Firma analisa a economia pelo lado da oferta, mas desloca o foco de atenção das operações do mercado para as operações da firma. Trata-se de um conceito de microeconomia que engloba numerosas teorias econômicas. Na verdade, parece mais correto falar em teorias da firma. A Teoria da Firma da escola neoclássica idealiza a firma como uma caixa preta, racional e detentora de todas as informações, que, guiada pelo mecanismo do preço, faz as melhores escolhas para maximizar seus lucros. Esse modelo não é capaz de explicar diversos fenômenos que ocorrem no mundo real, aliás, levado ao extremo, nem mesmo justificaria a existência da firma como organização, pois tudo o que é realizado internamente à firma, de forma verticalizada, deveria ser adquirido no mercado pelo menor preço (COASE, 1991, p. 18-20). A carência de poder explicativo de determinados aspectos da economia pela teoria neoclássica, em especial naquelas situações em que as falhas de mercado são significativas, levou ao desenvolvimento de novas teorias da firma como a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência.

## 2.2. Teorias Econômicas Aplicáveis à Governança

### 2.2.1. Teoria dos Custos de Transação

A Teoria dos Custos de Transação foi apresentada por R. H. Coase, em 1937, num artigo intitulado *The Nature of the Firm*, republicado em 1991 (COASE, 1991). Basicamente, a Teoria dos Custos de Transação conclui que a firma existe porque ir sempre ao mercado resulta em custos de transação muito pesados. Os custos de transação incluem os custos de informação e os custos para garantir o cumprimento dos contratos. Por exemplo, imagine-se o que custaria ter que contratar a mão-de-obra todos os dias. Assim, a firma seria um mecanismo para estabelecer relações mais estáveis quando as relações imediatistas do mercado tornam-se muito dispendiosas. A firma passa a executar internamente tarefas em vez de demandá-las do mercado. Entretanto, a firma não pode crescer ilimitadamente, pois internamente também surgem custos de transação que tendem a aumentar à medida que ela cresce. Haverá um tamanho ótimo da firma quando os custo de transação interno se igualar ao externo.

A Teoria dos Custos de Transação foi posteriormente retomada por Williamson (1985), quando acrescentou que as estruturas de governança são criadas com o objetivo de reduzir os custos de transação e destacou as implicações para a governança de dois atributos de comportamento dos agentes humanos: a racionalidade limitada (conhecimento e capacidade de entendimento parciais da realidade) e o oportunismo. O autor fez a analogia entre os custos de transação, na economia, e o atrito, na física, para ilustrar como esses custos são diferentes dos custos de produção, que são a categoria de custo enfocada pela análise neoclássica da economia (WILLIAMSON, 1985, p. 18-19).

Williamson (1991) também analisou três tipos de estrutura de governança: hierarquia, mercado e híbrida. A primeira corresponde à internalização da transação, à verticalização (*make it*); a segunda, ao fornecimento pelo mercado (*buy it*); e a terceira, às diversas formas intermediárias possíveis<sup>30</sup>. Uma estrutura não seria, *a priori*, mais eficiente do que a outra. A eficiência, medida em função da redução dos custos de transação, depende

---

<sup>30</sup> Por exemplo, *joint-ventures*, franquias ou outros tipos de associações, formais ou informais.

das características da transação <sup>31</sup>. Cada tipo de estrutura de governança tem seus atributos internos, apresentados na Tabela 2, que a qualificam mais, ou menos, para as diversas situações que podem ocorrer.

**Tabela 2** – Atributos Distintivos dos Tipos de Estrutura de Governança: Mercado, Híbrido e Hierarquia \*

Atributos	Estruturas de Governança		
	Mercado	Híbrido	Hierarquia
<b>Instrumentos</b>			
Intensidade dos incentivos	++	+	0
Controle administrativo	0	+	++
<b>Atributos de Desempenho</b>			
Adaptações autônomas	++	+	0
Adaptações cooperativas	0	+	++
Regime legal dos contratos	++	+	0
* Legenda: ++ = forte; + = média; 0 = fraca			

Fonte: Williamson (1991, p. 281)

Uma breve explanação sobre os atributos dos diversos tipos de estrutura de governança é apresentada a seguir:

- a) Controle administrativo: refere-se à complexidade do ambiente administrativo (material, humano e normativo) necessário para levar as transações a bom termo.
- b) Intensidades dos incentivos: relaciona-se ao ganho recebido pelo agente em razão de seus esforços e decisões.

<sup>31</sup> Três características da transação devem ser consideradas para escolher a melhor estrutura de governança: i) a especificidade do ativo, é proporcional à perda de valor do ativo caso a transação que o envolve não venha a ser bem sucedida; ii) a frequência, é relacionada à quantidade de vezes que aquela transação é feita entre as partes; iii) incerteza, é ligada a acontecimentos não previsíveis, portanto, não contemplados no contrato, que alteram o resultado esperado da transação. Por exemplo, transações de ativos da baixa especificidade em ambiente de baixa incerteza são mais vantajosamente concretizados via o mercado, já se especificidade do ativo e a incerteza forem altas, a vantagem está na internalização do fornecimento. A repetição da transação, ou seja, o aumento da frequência, reduz os custos de transação tanto pela redução de salvaguardas necessárias devido à reputação construída quanto pela diluição do custo de transação inicial (localização do agente, levantamento de informações sobre ele, confecção de contrato, etc.).

- c) Adaptações autônomas: são aquelas guiadas pelo sistema de preços do mercado, produtores e consumidores reagem independentemente de forma a maximizarem seus lucros.
- d) Adaptações cooperativas: são aquelas realizadas cooperativamente por produtor e consumidor para corrigir distorções provocadas por perturbações no mercado. São mais prováveis de ocorrerem quando produtor e consumidor possuem um contrato de longo prazo ou existe uma relação de hierarquia entre as partes.
- e) Regime legal dos contratos: relaciona-se com a força necessária para fazer valer o contrato em caso de litígio entre as partes, variando da justiça estatal até a negociação interna, passando pela arbitragem.

### **2.2.2. Teoria da Agência**

A Teoria da Agência desenvolve-se em torno das chamadas relações de agência, que, segundo Ross (1973, p. 134), “surgem entre duas (ou mais) partes quando uma delas, designada como o agente, age em nome de ou como representante da outra, chamada de principal, num domínio específico de problema de decisão.” Ambas as partes, agente e principal, agem com o intuito de maximizar sua função utilidade<sup>32</sup> (ROSS, 1973, p. 134), e, portanto, “[...] há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.” (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 5).

Um aspecto importante da relação agente-principal é a assimetria de informações. A assimetria de informações gera dois problemas graves no contrato<sup>33</sup> entre agente e principal: a seleção adversa e o risco moral (EISENHARDT, 1989, p. 61).

A seleção adversa ocorre antes do contrato, quando uma parte pode ocultar ou distorcer informações na tentativa de obter um recurso (HUSTED, 2007, p. 181). O exemplo típico de seleção adversa ocorre quando um candidato a uma vaga de emprego (agente) fornece informações inverídicas sobre suas capacidades ao empregador (principal) para aumentar suas chances de contratação. Nessa situação, o principal faz a escolha errada, ou

---

<sup>32</sup> Utilidade, em economia, é uma medida de felicidade ou satisfação (MANKIWI, 2006, p. 437)

<sup>33</sup> O contrato entre principal e agente pode ser formal ou informal.

seja, a seleção adversa, porque não tinha as mesmas informações que o agente e também não foi capaz de verificar as afirmações do agente.

O risco moral surge porque o principal não é capaz de observar as ações do agente e, conseqüentemente, não sabe exatamente as atividades que ele executa. O agente, como busca seu auto-interesse e não espera ser penalizado por suas ações, age de maneira diferente do acertado, com descuido ou desídia, em prejuízo do principal (BANNOCK e col., 2002, p. 237 e EISENHARDT, 1989, p. 61). Uma situação típica de risco moral ocorre na atividade de seguros, quando o proprietário de um bem segurado (agente) age de forma mais imprudente do que agiria se o bem não fosse segurado porque sabe que ele será ressarcido pela seguradora (principal) caso o bem seja perdido ou danificado.

Sintetizando o que já foi apresentado, ao menos quatro elementos podem ser identificados na Teoria da Agência: i) os atores, agente e principal; ii) um contrato, que pode ser implícito ou explícito; iii) o auto-interesse e a racionalidade dos atores; e iv) a assimetria de informações (HUSTED, 2007, p. 179).

Dos conflitos de interesse entre agente e principal surgem os chamados custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976, p.), que incluem:

- i) Os incentivos oferecidos pelo principal ao agente e os custos de monitoramento da atuação do agente com o objetivo de reduzir as divergências em relação aos interesses do principal <sup>34</sup>;
- ii) Os custos de obrigação, decorrentes de ações realizadas pelo agente para mostrar ao principal que aquele não toma atitudes contrárias aos interesses deste e, se elas ocorrerem, o principal pode ser ressarcido <sup>35</sup>; e
- iii) As perdas residuais, ou seja, a não realização do máximo de utilidade para o principal, resultantes das divergências que continuam a existir apesar dos custos citados anteriormente.

---

<sup>34</sup> Por exemplo, gratificações pelo bom desempenho dos agentes em dinheiro ou em ações da empresa, auditorias e outros sistemas de controle.

<sup>35</sup> Por exemplo, publicação do desempenho econômico e financeiro da empresa e seguros contra má administração da empresa.

### 2.2.3. Teoria das Partes Interessadas

Um enfoque mais abrangente do que o a Teoria da Agência, em que a relação agente-principal é apenas a relação administrador-proprietário (acionista), a Teoria das Partes Interessadas <sup>36</sup>, expande as relações da firma para também incluir as relações com as partes interessadas, conceito referente a qualquer pessoa ou grupo que é afetado ou pode afetar a realização de um objetivo da organização, como empregados, clientes, acionistas, governos, fornecedores, entre outros (FREEMAN, 1984, p. 25). A Teoria das Partes Interessadas expande a responsabilidade social da empresa, prescrevendo que as corporações persigam objetivos que vão além da simples maximização do retorno dos proprietários / acionistas (CARRILLO, 2007, p. 101).

Os administradores são os únicos, entre as diversas partes interessadas, a entrar em contatos com todas as outras partes interessadas, bem como são os únicos a exercer o controle direto sobre o aparato de tomada de decisão da firma, portanto eles podem ser vistos como agentes de todas as outras partes interessadas (HILL e JONES, 1992, p. 134). Todas as partes interessadas esperam algum tipo de benefício da empresa e desejam participar do processo de decisão dentro da organização ainda que não possuam autoridade formal. Cabe ao administrador tentar atender às expectativas de todas as partes interessadas, estabelecer boas relações com todos os grupos e tentar representá-los <sup>37</sup>. No entanto, a assimetria de poder entre os grupos é reconhecida pelo administrador, que age de acordo com essa constatação (BANNOCK e col., 2002, p. 348).

### 2.2.4. Teoria da Escolha Pública

A Teoria da Escolha Pública fica a meio caminho entre a Economia e a Política. Segundo Buchanan (1984, p. 13), a Teoria da Escolha Pública lida com a aplicação das ferramentas e dos métodos de análise econômica para a compreensão dos setores político e

---

<sup>36</sup> Partes interessadas foi a tradução adotada para *stakeholders*.

<sup>37</sup> Jensen (2001) faz uma crítica a Teoria das Partes Interessadas que, por não estabelecer nenhum parâmetro de como a administração deve fazer o balanço entre as demandas das diversas partes interessadas, não disponibilizaria metas pelas quais os administradores pudessem ser avaliados, o que poderia atrair administradores auto-interessados.

governamental, da política e da economia pública. São situações de tomada de decisão que não são se dão no ambiente do mercado (MUELLER, 1984, p. 23). Da mesma forma que a teoria econômica clássica, a Teoria da Escolha Pública busca ligar o comportamento individual dos atores do setor governamental (eleitores, candidatos, governantes eleitos, líderes e membros dos partidos políticos, burocratas) aos resultados finais, observados ou observáveis (BUCHANAN, 1984, p. 13), e também considera que o indivíduo é egoísta, racional e busca maximizar a sua utilidade (MUELLER, 1984, p. 23).

Ainda segundo Buchanan (1984), há duas grandes linhas de pesquisa na Teoria da Escolha Pública, a primeira estuda como as preferências individuais resultam decisões coletivas, e a segunda estuda como as pessoas que estão no governo agem. A primeira representaria a demanda, e a segunda, a oferta no mercado de trocas políticas. A Teoria da Escolha Pública apresentou alguns resultados marcantes, como, por exemplo, numa votação majoritária, o resultado vencedor será aquele preferido pelo votante que está na posição mediana em relação a todos os outros votantes, e, os governantes<sup>38</sup>, que, via de regra, almejam a reeleição<sup>39</sup>, tendem a manter-se em torno da preferência do eleitor mediano. Assim, não há canal para o atendimento das preferências dos votantes afastados da mediana.

Entre o governante e o eleitor, há a burocracia, que é quem diretamente fornece os bens e serviços que são supridos pelo Estado. Embora as políticas sejam decididas entre os políticos, é a burocracia quem vai implementá-las. Diante da complexidade do governo, cresce o poder discricionário da burocracia, que pode manipular a agenda do Legislativo com o intuito de assegurar resultados favoráveis para seus próprios interesses (BUCHANAN, 1984, p. 19).

As teorias econômicas apresentadas foram utilizadas para análise e tentativa de explicação das práticas de governança nos setores privado e público, como se verá a seguir.

---

<sup>38</sup> Mesmo sendo representantes, não há garantias de que os governantes estão perfeitamente alinhados com as preferências dos eleitores, os representados.

<sup>39</sup> “ Para manter-se no cargo, o político incumbente deve assegurar mais votos do que o desafiante. Políticas são instrumentos que políticos possuem para ajudá-los a manter-se no cargo. É razoável ver os políticos como formuladores de políticas que aumentam seu apoio eleitoral. Isso não quer dizer que políticos se preocupam apenas com a reeleição. Eles podem muito bem escolher várias crenças ideológicas, mesmo que fazer isso possa diminuir seu provável apoio eleitoral. Mas é raro que uma crença ideológica seja perseguida à custa da reeleição. A medida que a probabilidade de reeleição enfraquece, aumenta a probabilidade de que políticas serão escolhidas por sua capacidade de aumentar as chances de eleição em vez de por sua coerência com crenças ideológicas.” (WAGNER, 1984, p. 240-241)

### 2.3. Governança Corporativa: Aplicabilidade da Teoria da Agência

No contexto empresarial, a governança, mais comumente chamada de governança corporativa, é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas; os conselhos diretores são responsáveis pela gestão da empresa, enquanto os acionistas nomeiam os diretores e os auditores (CADBURY, 1992, p. 15). A governança corporativa surgiu como forma de resolver o “conflito de agência”, onde o agente é o administrador, representado pelos conselhos diretores <sup>40</sup>, e o principal é o proprietário da organização ou os acionistas (IBGC, 2011). A governança corporativa lida com os meios pelos quais os provedores de capital para as organizações asseguram-se de que vão receber o retorno de seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737), ou, em outras palavras, visa alinhar os interesses das partes envolvidas e reduzir os custos de agência por meio de um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 80).

Segundo Cadbury (1992, p. 16), a governança se apóia no tripé transparência, integridade e prestação de contas. Os três princípios devem andar juntos. A transparência, respeitados os limites decorrentes da competição, estabelece as bases para o desenvolvimento de uma relação de confiança entre as empresas e os acionistas ao permitir que as informações empresariais sejam minuciosamente examinadas. Integridade significa assertividade e completude conjuntamente. O que se exige dos relatórios financeiros é que sejam honestos e retratem de forma equilibrada a situação da empresa. A integridade dos relatórios depende da integridade das pessoas <sup>41</sup> que os preparam e apresentam. A prestação de contas, ou responsabilização, dos conselhos diretores deve ocorrer diante dos acionistas, e ambas as partes devem agir para torná-la efetiva.

---

<sup>40</sup> Segundo Silveira (2010, p. 2-3), três problemas podem atingir a alta direção da empresa:

i) conflitos de interesses: podem ocorrer quando o quadro decisório da empresa age no sentido de maximizar seu bem-estar pessoal ou do acionista que o elegeu em detrimento do melhor interesse da empresa. Outra possibilidade de conflito de interesse ocorre quando há um sócio controlador que decide em função da maximização de seu bem-estar e em detrimento dos outros acionistas;

ii) limitação técnicas individuais: ninguém detém todos os conhecimentos técnicos necessários para a tomada de decisão em uma empresa, portanto a decisão individual acarreta maiores riscos do que a decisão coletiva, tornando desejável a instituição de conselhos formados por pessoas capazes, com formações diversas, para ajudar os executivos a tomarem as melhores decisões; e

iii) vieses cognitivos: distorções na percepção da realidade pelo tomador de decisões podem levar a decisões equivocadas, a existência de um sistema decisório com pesos e contrapesos diminui a chance disso ocorrer.

Viés cognitivo é uma “predisposição a julgamentos ou distorções sistemáticas” (MENDES-DA-SILVA e YU, 2009, p. 251 apud BUCHANAN e HUCZYNSKI, 2004). Essas questões psicológicas podem afetar as decisões relativas à empresa, por exemplo, empresas cujos diretores são mais otimistas e confiantes são mais endividadas (BARROS, 2005, p. 207)

<sup>41</sup> Note-se que se destaca uma característica subjetiva positiva, conflitante com o comportamento oportunista do *homo economicus* adotado pelas teorias econômicas analisadas. Esta questão será tratada de forma mais detalhada nas próximas seções.



A prestação de contas não é simplesmente informar, não se confunde com a transparência, vai mais além (WORKING GROUP ON TRANSPARENCY AND ACCOUNTABILITY, 1998, p. v). A transparência obriga os tomadores de decisão a tornarem públicas suas decisões e as razões que as justificam, a prestação de contas se refere à necessidade de justificar e de aceitar a responsabilidade pelas decisões tomadas. Ao impor disciplina aos tomadores de decisão, a prestação de contas ajuda a melhorar a qualidade das decisões tomadas.

Uma boa estrutura de governança exige que quem executa as tarefas não seja quem as controla. De acordo com Fama e Jensen (1983, p. 4), o processo de decisão pode ser dividido em quatro etapas:

- i) Iniciação: geração da proposta para utilização do recurso e estruturação do contrato;
- ii) Ratificação: escolha das iniciativas que serão implementadas;
- iii) Implementação: execução da iniciativa ratificada; e
- iv) Monitoramento: medidas de desempenho dos agentes responsáveis pela decisão e implementação de recompensas.

A iniciação e a implementação são normalmente atribuídas ao mesmo agente, por isso é conveniente combiná-las no termo decisão. Analogamente, a ratificação e o monitoramento podem ser combinados no termo controle de decisão. Decisão e controle de decisão compõem o sistema de decisão. Quando o agente responsável pela decisão (iniciativa e implementação) não é o principal beneficiário do resultado da ação implementada e, portanto, não fará jus à maior parte da riqueza gerada por sua ação, o controle da relação de agência torna-se importante para evitar que o agente de decisão tome atitudes em detrimento dos interesses dos principais beneficiários. Nesse sentido, a decisão e o controle da decisão devem, pelo menos em parte, ser atribuídos a agentes diferentes (FAMA; JENSEN, 1983, p. 5).

Os mecanismos de governança corporativa são instituições legais ou econômicas que podem ser alteradas por meio do processo político. Eles são necessários porque, embora seja a mais poderosa força em prol da eficiência econômica, a competição do mercado, por si

só, não é suficiente para resolver os problemas de governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 738). Gillan (2006, p. 383-384) identificou os seguintes mecanismos de governança corporativa:

(a) Internos:

1. O conselho de diretoria (seu papel, estrutura, incentivos);
2. Os incentivos gerenciais;
3. A estrutura de capital;
4. O estatuto da empresa e a carta de provisões (ou medidas para evitar a perda do controle acionário); e
5. Os sistemas de controle interno.

(b) Externos:

1. A lei e a regulação (especialmente a lei federal, as organizações auto-reguladoras e a lei estadual);
2. Mercado 1, (incluindo mercado de capitais, o mercado de controle corporativo, o mercado de trabalho e o mercado de produto);
3. Mercado 2, enfatizando os provedores de informações do mercado de capitais, tais como os analistas de crédito, de ações e de governança;
4. Mercado 3, com foco nos serviços contábeis, financeiros e legais das partes externas à firma (incluindo auditorias, seguro de responsabilidade civil de conselheiros, diretores e/ou administradores de empresas <sup>42</sup>, consultoria bancária de investimento); e
5. Fontes privadas de controle externo, particularmente a mídia e as ações judiciais.

Em suma, os mecanismos de governança devem criar os incentivos para que o agente aumente sua utilidade ao alinhar seus interesses com os do principal, e criar os sistemas de informação, monitoramento e responsabilização para restringir a prática do risco moral e a ocorrência da seleção adversa.

---

<sup>42</sup> Esse seguro objetiva proteger o patrimônio dos conselheiros e dos diretores de controvérsias legais derivadas da gestão da empresa; reembolsar a empresa pelas perdas decorrentes de reclamações contra seus conselheiros e diretores, proteger a empresa por perdas decorrentes de reclamações no âmbito do mercado de capitais e dar tranquilidade a conselheiros e a diretores no desenvolvimento de suas atividades na empresa (CONSET, 2011). É um típico custo de transação.

## **2.4. Governança na Administração Pública: Aplicabilidade da Teoria da Agência**

Przeworski (1998, p. 46) aplica os conceitos da Teoria da Agência para analisar três relações que ele classifica, para diferenciá-las das relações puramente econômicas, como puramente políticas: i) entre governo (políticos e burocratas) e agentes econômicos; ii) entre políticos eleitos e burocratas nomeados; e iii) entre cidadãos e políticos eleitos.

A regulação econômica, por exemplo, é uma relação do primeiro tipo (PRZEWORSKI, 1998, p. 47). O Estado dispõe de um conjunto recursos, como incentivos e o poder de coerção, para amoldar as condutas dos agentes econômicos. Esses, por sua vez, dispõem de mais informações do que o Estado sobre suas atividades, como custos e demanda. E, mais, as empresas podem empreender ações que o Estado não consegue observar diretamente, mas apenas inferir por meio dos resultados ou, então, monitorar a ação do agente econômico a um determinado custo. Importante também é considerar o efeito distributivo da regulação econômica, que pode transferir renda entre os diversos atores. Consequentemente, os interessados são motivados a assediar o Estado para que a regulação seja definida de uma forma que os beneficie. Há ainda a possibilidade dos reguladores receberem ganhos se alterarem a regulação conforme a expectativa de um ou outro interessado, o que pode estabelecer laços clientelistas entre regulador e regulado. Nesse contexto todo, duas questões se colocam: como instrumentar o Estado para que intervenha de modo positivo e como induzi-lo a agir bem.

O segundo tipo relação analisado por Przeworski (1998, p. 52) ocorre entre políticos e burocratas. Os políticos eleitos recebem a autoridade para conduzir o Estado. Entretanto, muitas das funções do Estado bem como os serviços que ele presta para os cidadãos são delegados, pelos políticos, aos burocratas. Dada a complexidade das atividades estatais, é impossível que na legislação haja previsão de todas as possíveis situações e das respectivas ações desejáveis dos burocratas. Portanto, a burocracia possui uma larga margem de autonomia para decidir. O problema surge quando os burocratas têm interesses divergentes dos cidadãos ou dos políticos que os representam. Por exemplo, os burocratas podem querer favorecer aliados ou aumentar seus salários à custa dos cidadãos. Aqui, nesta relação, também se verifica a assimetria de informação. Só os burocratas conhecem o custo e

o benefício de suas ações, que não são vistas diretamente pelos políticos, apenas podem ser inferidas dos resultados ou monitoradas a custo elevado.

Por fim, Przeworski (1998, p. 59) analisou a relação entre cidadãos e políticos. Os cidadãos têm que induzir os políticos a aumentar o bem-estar dos cidadãos e não a perseguir seus próprios interesses, mancomunados com a burocracia ou com interesses particulares. Mais uma vez, ocorre a assimetria informacional e a dificuldade de monitoramento do agente. Esta relação guarda uma peculiaridade em relação às outras apresentadas: o agente, isto é, a classe política, é quem estabelece as regras a serem cumpridas pelo principal <sup>43</sup>, os cidadãos.

Peres (2007) também aplica os conceitos da Teoria da Agência, juntamente com a Teoria dos Custos de Transação, à governança do setor público, identificando os atores, as características diferenciadoras do serviço público em relação às atividades privadas e os custos de transação envolvidos nas políticas públicas.

Para aplicar ao setor público as teorias econômicas citadas, Peres (2007) identifica os atores:

- i. Os chefes do Poder Executivo: são políticos eleitos que controlam a burocracia estatal e são movidos pelo auto-interesse e pela busca da reeleição;
- ii. Os membros do Poder Legislativo: são políticos eleitos que fiscalizam a atuação do Executivo e propõem leis, também agem motivados pela busca da reeleição;
- iii. A burocracia estatal: são funcionários especializados, com estabilidade, que, sob o comando político, formulam, executam e avaliam processos. Os funcionários são motivados pelo desejo de permanência nos cargos, de status e de poder decisório, podem agir com oportunismo segundo o modelo agente-principal;
- iv. A sociedade civil: são os afetados pelas políticas públicas, tanto por seus benefícios quanto pelos seus custos, buscam seus interesses pessoais, mas sua participação só se dá se o benefício compensa o esforço. Motivo pelo qual pequenos grupos com interesses concretos influenciam mais as políticas públicas do que grandes grupos com interesses difusos. (Peres, 2007, p. 20-21)

---

<sup>43</sup> Na verdade, também estabelecem as regras que eles mesmos vão seguir, muitas vezes legislando em causa própria.

É necessário também destacar as diferenças entre a administração pública e a administração privada. Na realidade, elas ocorrem principalmente em grau de intensidade (DIXIT, 2000, p. 711-715):

- i. Múltiplos principais: as atividades da administração pública geralmente afetam muitas pessoas que, conseqüentemente, podem influenciá-la como principais. Os serviços públicos, além de beneficiar diretamente aqueles que os utilizam, costumam gerar externalidades positivas para o resto da sociedade. Além disso, como na maior parte das vezes, o serviço público é mantido, pelo menos parcialmente, com as receitas dos impostos, todos os contribuintes são afetados por escolhas que envolvem os custos desses serviços. De fato, todo cidadão tem interesse na definição e na gestão das políticas públicas, mas na prática existem diferentes níveis de informação, de recursos ou de capacidade para participar, o que faz com que ocorram desvios que geram ampla insatisfação com os resultados do serviço público.
- ii. Múltiplas tarefas: a maioria dos serviços públicos acaba tendo múltiplas atribuições, e, muitas vezes, elas são ambíguas ou, então, o governo cria ou repassa novas atribuições.
- iii. Ausência de competição: como geralmente o serviço público é um monopólio, não existem os incentivos criados pela competição. Fato a que se atribui algumas das mazelas do serviço público, como custos elevados, baixa qualidade do serviço e descaso pelas preferências do usuário.
- iv. Agentes motivados: muitos servidores públicos compartilham do idealismo e dos princípios éticos existentes nos objetivos do órgão em que trabalham.

Peres (2007) apresenta os seguintes custos de transação resultantes da interação dos atores citados na criação, execução, monitoramento e avaliação de políticas públicas:

- I. O tempo e o esforço gastos pelos políticos em negociações para acordo sobre determinada política pública. Com a dificuldade de obter o consenso, as leis e políticas públicas resultantes tendem a serem vagas. Como os benefícios criados por tais leis e políticas não são claros, a verificação de cumprimento dos objetivos torna-se difícil;

- II. A incerteza quanto ao tempo de vigência das regras de uma determinada política pública, pois uma mudança de legislatura pode alterá-la;
- III. A incerteza quanto ao tempo de vigência de uma determinada política pública, pois a autoridade pública está vinculada a cargos eletivos e, sendo assim, a alternância no poder pode resultar na completa modificação, dentro da legalidade e sem nenhuma compensação, da política pública vigente;
- IV. A não durabilidade das políticas públicas representa um custo político porque não é possível garantir para a sociedade a manutenção dos benefícios delas advindos;
- V. O custo de agência, principalmente entre Poder Executivo e burocracia, porque os diversos atores não têm o mesmo comprometimento com as políticas públicas, de forma que os benefícios de uma determinada política pública podem não ser concretizados;
- VI. O custo de monitoramento da burocracia, que pode ser visto dentro de um modelo principal-agente segundo dois enfoques. No primeiro, o conjunto dos políticos é o principal e a burocracia é o agente, a governança objetiva fazer com que a burocracia implemente as políticas públicas conforme elas foram concebidas pelos políticos. No segundo, a sociedade civil é o principal e o conjunto políticos e burocracia é o agente. É necessário ressaltar que nem sempre a política pública desejada pela sociedade civil é a mesma idealizada politicamente ou, ainda, nem sempre a execução corresponde ao idealizado. Cabe a sociedade civil o importante papel de controle da atuação do agente;
- VII. A criação de um sistema de incentivos e sanções para evitar que os agentes ajam apenas em seu auto-interesse, em detrimento daqueles que devem ser os reais beneficiários da política pública;
- VIII. O não entendimento claro por parte da sociedade civil a respeito dos benefícios privados e dos custos associados a uma determinada política pública. Quanto maior for a aversão ao risco <sup>44</sup> do cidadão, menor será a tendência a apoiar novas políticas públicas. (Peres, 2007, p. 21-24)

A Tabela 3 apresenta de forma resumida as estruturas de governança do setor público e o quadro em que elas se inserem.

---

<sup>44</sup> Aversão ao risco pode ser entendida como a preferência por receber o mesmo retorno em uma situação menos arriscada do que em uma situação mais arriscada (BANNOCK e col., 2002, p. 324).

**Tabela 3 – Custos de Transação e Estruturas de Governança no Setor Público \***

Custos de transação	Tempo de negociação entre atores; custo de agência – supervisão dos agentes; problemas de compromisso de longo prazo – oportunismo político.
Atores	Poder Executivo, Poder Legislativo, burocracia e sociedade civil.
Características	Multiplicidade de principais e tarefas, reduzida competitividade e complexidade na motivação dos agentes.
Incentivos e Estrutura de Governança	Estrutura de governança hierárquica, onde incentivos internos são fracos e há complexidade para coordenação e motivação dos agentes em função de características da burocracia estatal e da reduzida competitividade do setor público. A possibilidade de reeleição pode significar um incentivo forte para os executivos nas organizações públicas, induzindo ao oportunismo político. Nesta situação, a vinculação orçamentária pode ser adotada como solução. Esta, contudo, torna ainda mais importante a questão de prestação de contas no setor público.

\* Fonte: Peres, 2007, p. 27.

Os dois trabalhos aqui resumidos, Przeworski (1998) e Peres (2007), são exemplos de como as teorias da Agência, dos Custos e Transação e da Escolha Pública podem ser utilizadas para interpretar as complexas relações no âmbito da Administração Pública. Esse aporte teórico pode ser útil ao permitir pensar a estrutura de governança a partir da visão de causas gerais e não de conseqüências particulares, o que tende a ampliar significativamente o espectro de situações tratáveis pelos mecanismos de governança <sup>45</sup>. A abordagem sistêmica, a construção do conjunto articulado de instrumentos de incentivo, de penalização, de acompanhamento e de controle tornaria mais efetivos os princípios da governança na Administração Pública.

De acordo com a *International Federation of Accountants* (IFAC, 2001, p. 11), os três princípios da governança apresentados por Cadbury (1992), no contexto das empresas de capital aberto do setor privado, são aplicáveis à Administração Pública desde que adaptados para refletir as características peculiares desse setor. A Administração Pública tem que atender a um leque mais complexo de objetivos políticos, econômicos e sociais, que a sujeita a um conjunto diferente de restrições e influências e também a prestar contas às partes interessadas, que são diferentes daquelas que o setor privado deve a seus acionistas.

<sup>45</sup> Usualmente, os instrumentos de controle na Administração Pública vão sendo construídos de forma pontual, reativamente a determinadas situações, por exemplo, os escândalos envolvendo os convênios com as ONGs no primeiro ano do Governo Dilma Rousseff: “Após escândalos, governo quer extinguir de vez convênios com ONGs - Após uma série de escândalos em que ONGs (organizações não-governamentais) foram usadas para desviar recursos públicos, o governo federal cogita acabar com todos os convênios com organizações a partir do ano que vem. Apesar de já ter suspenso repasses a entidades desse tipo por 30 dias, a presidente Dilma Rousseff está sendo convencida pelo secretário-geral, Gilberto Carvalho, a dar um passo além e decretar o fim desse mecanismo.” (SAVARESE, 2011)

Assim, os três princípios da governança corporativa assumiriam os seguintes significados nas entidades públicas (IFAC, 2001, p. 12):

- a) **Transparência:** é necessária para garantir que as partes interessadas tenham confiança nos processos de tomada de decisão e nas ações das entidades do setor público assim como na gestão de suas atividades e nos indivíduos que nelas atuam. Estar significativamente aberto a consultas com as partes interessadas e a comunicação de informação completa, precisa e clara, resultam em uma ação efetiva e oportuna e que se sustenta mesmo após exames minuciosos.
- b) **Integridade:** compreende assertividade e completude. É baseada na honestidade, na objetividade e em elevados padrões de decência e de probidade no manejo de fundos e recursos públicos e na gestão dos assuntos da Administração Pública. Ela é dependente da efetividade da estrutura de controle e dos padrões pessoais e de profissionalismo dos indivíduos da entidade. Ela é refletida tanto nos processos de tomada de decisão da entidade quanto nos relatórios financeiros e de desempenho.
- c) **Prestação de Contas:** é o processo pelo qual as entidades do setor público, e os indivíduos dentro delas, se submetem ao exame externo apropriado e são responsabilizados por suas decisões e ações, incluindo o manejo dos fundos públicos e todos os aspectos de desempenho. É alcançada quando todas as partes possuem o entendimento nítido dessas responsabilidades e têm papéis claramente definidos por meio de uma estrutura robusta. De fato, a prestação de contas é a obrigação de responder por uma responsabilidade conferida.

A governança na Administração Pública do Brasil assenta suas fundações no *caput*, art. 37, da CF/1988 (BRASIL, 1988), e se consolida em diversos atos normativos, como o Decreto 1.171/1994 (BRASIL, 1994) - Código de Ética Profissional do Servidor Público Civil do Poder Executivo Federal, a Lei nº 8.429/1992 (BRASIL, 1992) - Lei de Improbidade Administrativa, a Lei nº 8.666/1993 (BRASIL, 1993) – Lei de Licitações, e a Lei Complementar nº 101/2000 (BRASIL, 2000) - a Lei de Responsabilidade Fiscal. Nesta última Lei, destaca-se o art. 48 que trata da transparência da gestão fiscal:

Art. 48. São instrumentos de transparência da gestão fiscal, aos quais será dada ampla divulgação, inclusive em meios eletrônicos de acesso público: os planos, orçamentos e leis



de diretrizes orçamentárias; as prestações de contas e o respectivo parecer prévio; o Relatório Resumido da Execução Orçamentária e o Relatório de Gestão Fiscal; e as versões simplificadas desses documentos.

Parágrafo único. A transparência será assegurada também mediante:

I – incentivo à participação popular e realização de audiências públicas, durante os processos de elaboração e discussão dos planos, lei de diretrizes orçamentárias e orçamentos;

II – liberação ao pleno conhecimento e acompanhamento da sociedade, em tempo real, de informações pormenorizadas sobre a execução orçamentária e financeira, em meios eletrônicos de acesso público;

III – adoção de sistema integrado de administração financeira e controle, que atenda a padrão mínimo de qualidade estabelecido pelo Poder Executivo da União e ao disposto no art. 48-A.

Há ainda outros instrumentos de governança por meio dos quais o cidadão pode monitorar a atuação do governo, como o Portal da Transparência e o Portal Comprasnet <sup>46</sup>, e denunciar desvios nos serviços públicos, como as ouvidorias. Sem esquecer, é claro, os controles previstos na CF/1988 (BRASIL, 1988), como os realizados pelo Congresso Nacional, o TCU e o Ministério Público.

Todos os instrumentos de governança citados podem ser compreendidos à luz da Teoria da Agência. Eles visam, basicamente, reduzir a assimetria informacional entre agente e principal, ou criar um sistema de (des)incentivos que diminui a utilidade que o agente vai usufruir se sua atuação divergir daquela contratada com o principal. Entretanto, a formulação da governança com base apenas na Teoria da Agência, seja no setor privado, seja no setor público, não se faz sem críticas. Duas, em especial, são consistentes: i) a exclusividade dada na governança corporativa aos interesses dos acionistas em detrimento das outras partes interessadas não garante a sustentabilidade da empresa a longo prazo; ii) o pressuposto de que os indivíduos visam maximizar sua utilidade, entendida, quase sempre, como benefício econômico, não retrata a complexidade psicológica das pessoas e justifica comportamentos oportunistas. Na próxima seção, essas críticas serão desenvolvidas.

---

<sup>46</sup> As ferramentas de informática reduzem o custo de transação do monitoramento do agente e, dessa forma, tornam mais viável a expansão da rede de monitoramento.

## 2.5. Ética e Responsabilidade Social da Empresa

A Teoria da Agência parte do pressuposto que os agentes são motivados pelo desejo de maximização de sua utilidade, entretanto tal posicionamento sofre críticas de diversos autores por, segundo eles, negar ou minimizar a importância de outras motivações dos agentes <sup>47</sup>:

Tal como acontece com todas as teorias, nós podemos aprender algo com as teorias da agência e do custo de transação, já que elas enfatizam alguma coisa e escondem outras. Mas, tal como acontece com todas as teorias, elas também distorcem, de fato, eu argumentarei que as suas distorções superam o valor daquilo que elas destacam. (Perrow, 1986, p. 220)

Segundo Roberts (2005, p.261), parece difícil encontrar um papel para a ética na Teoria da Agência, o risco moral é certo devido ao auto-interesse oportunista do agente, que, quando muito, pode ser apenas restringido. No máximo, a ética assume a forma de uma barganha ou benefício que advém da conduta ética. Nesse mesmo sentido, Clarke (2004, p. 19) reforça a crítica: “Se a Teoria da Agência é útil ao realçar as inclinações dos agentes pelo auto-interesse econômico, ela perde a base essencial de confiança sobre a qual todas as relações humanas são assentadas.” Ghoshal (2005, p. 76) vai mais além, atribui às teorias baseadas no auto-interesse o caráter de auto-profecias: “[...] eu sugiro que propagando teorias amorais ideologicamente inspiradas, as escolas de administração ativamente liberaram seus alunos de qualquer senso de responsabilidade moral.”

As críticas à Teoria da Agência, naturalmente, estenderam-se aos mecanismos de governança corporativa que ela embasa. Clarke (2004, p. 19) relaciona o escândalo da empresa americana Enron <sup>48</sup> aos incentivos em ações recebidos pelos executivos, que fizeram com que eles buscassem retornos de curto prazo em detrimento da sustentabilidade econômica da empresa, o efeito oposto aos resultados esperados pelos acionistas. Chen (2007, p. 142) ressalta que a governança corporativa pode ter impactos negativos na cultura corporativa e

---

<sup>47</sup> Na verdade, essa crítica se estende a todas as teorias que adotam o *homo economicus* como representação do ser humano. Os defensores do *homo economicus* alegam que a utilidade maximizada não é necessariamente ligada a ganhos materiais, ela se relaciona com as preferências dos indivíduos, que podem ser egoístas ou altruístas (HEATH, 2009, p. 500). Contudo, se o auto-interesse do agente for positivo para a empresa; por exemplo, sua realização pessoal por participar da empresa ou daquela atividade empresarial; a necessidade de monitoramento pelo principal será reduzida se esse auto-interesse do agente for reforçado, o que contradiz a Teoria da Agência (LOCKHART e TAITOKO, 2005, p. 241)

<sup>48</sup> A Enron, empresa do ramo de energia, que chegou a ser a sétima maior empresa americana, foi à falência em dezembro de 2001 após anos de fraudes contábeis. Milhares de empregos foram varridos, as perdas em valor de mercado das ações atingiram US\$ 60 bilhões e os fundos de pensão perderam US\$ 2 bilhões (WEISS, 2009, p. 28).

enfraquecer as lideranças, pois o excesso de monitoramento pode destruir a confiança mútua dentro da firma.

Ao se considerar que o comportamento do agente é mais complexo do que a mera busca maximização da sua utilidade, abre-se o espaço para o desenvolvimento da ética empresarial:

Consideremos agora a ética empresarial. É fácil comprovar que nosso comportamento e nossa conduta são influenciados em grandes proporções por nossos valores e prioridades. Nas atividades econômicas, a prioridade de perseguir um benefício material e a obrigação de lucros é algo que normalmente se dá por estabelecido. Esta não é, em si mesma, uma posição absurda, uma vez que o objetivo da empresa não deixa de ter relação com essas metas e esses propósitos. Esses, porém, não podem ser os únicos valores, as únicas prioridades, que as pessoas dedicadas aos negócios tenham razões para valorizar. Ninguém pode conduzir uma vida tão unidimensional, e a ética empresarial está muito relacionada com outros valores – distintos da perseguição do próprio interesse e do benefício – que podem influir no comportamento empresarial. (SEN, 2007, p. 40)

A ética empresarial pode ser definida como o “[...] estudo da forma pela qual normas morais pessoais se aplicam às atividades e aos objetivos da empresa comercial. Não se trata de um padrão moral em separado, mas do estudo de como o contexto dos negócios cria seus problemas próprios e exclusivos à pessoa moral que atua como um gerente desse sistema.” (NASH, 2001, p. 6). São situações de negócios, atividades e decisões às quais são dirigidas questões sobre o certo e o errado, onde o certo e o errado referem-se aos aspectos morais e não aos aspectos de cunho comercial, estratégico ou financeiro. (CLARKE, 2004, p. 19). Embora, geralmente, seja ético cumprir a lei, a ética empresarial vai além da legalidade, volta-se para aquelas situações onde não há consenso sobre se algo é certo ou errado, são as áreas nebulosas dos negócios, onde os princípios estão em conflito e não há cobertura da lei:

“É preciso, pois, dizê-lo sem delongas ou disfarces: no universo empresarial, nem sempre as decisões podem ser tomadas com o talhe claro dos catecismos, sabendo-se de antemão o que é certo e o que é errado; há inúmeras situações cuja natureza não remete às confortáveis dicotomias do tipo branco e preto, ancoradas que estão em zonas cinzentas, carentes de normatização.” (SROUR, 1994, p.6)

Ocorre uma nítida mudança quando se insere a ética empresarial na governança corporativa. Na governança corporativa cujo referencial teórico é a Teoria da Agência, há um esforço exagerado de conformação às obrigações legais que, por serem diretrizes heterônomas, se dá à custa da reflexão ética. Quando a lei ou os regulamentos decidem, as

peças e as organizações têm menos razões para formar suas próprias opiniões e assumir a responsabilidade pessoal pelo que fazem (LONGSTAFF, 1998). A Tabela 4 apresenta as diferenças entre as abordagens baseadas na observância da lei e na observância da ética.

**Tabela 4** – Diferenças entre as Abordagens Baseadas na Observância da Lei e na Observância da Ética.

Fator	Lei	Ética
Ethos	Encara a ética como um conjunto de limites e algo que tem que ser feito.	Define a ética como um conjunto de princípios para guiar as escolhas.
Objetivo	Voltado para a prevenção de condutas ilegais.	Voltado para alcançar a conduta responsável.
Método	Enfatiza regras e usa maior controle e sanções para impor essas regras.	Trata a ética como infundida na prática empresarial (lideranças, sistemas centrais, processos de tomada de decisão).
Premissas de comportamento	Baseadas na teoria da dissuasão (como evitar que as pessoas façam coisas erradas manipulando os custos de má conduta).	Baseadas em valores individuais e comunais (tanto material como espiritual).

Fonte: Arjoon, 2005, p. 348.

A Ética Empresarial é importante porque as decisões empresariais não são neutras, elas afetam todas as partes interessadas, internas ou externas, vulneráveis que são aos produtos da empresa, sejam eles bens materiais, decisões ou mensagens (SROUR, 1994, p. 8). Na verdade, a atividade empresarial não está separada do contexto mundial, do contexto social e do contexto das instituições (CASTELLS, 2007, p. 56). Esse entendimento levou ao desenvolvimento do conceito de Responsabilidade Social da Empresa – RSE.

A RSE pode ser vista como uma obrigação do mundo empresarial de prestar contas a todas as partes interessadas e não apenas àquelas com interesses financeiros (GÖSSLING e VOCHT, 2007, p. 363). Nesse aspecto, ela se aproxima da Teoria das Partes Interessadas. A RSE é controversa, Milton Friedman (2002, p. 133) se opôs a tal ideia em declaração que causou grande repercussão:

“Poucas tendências poderiam minar tão profundamente os próprios alicerces da nossa sociedade livre como a aceitação por funcionários da empresa de outra responsabilidade social que não a de ganhar a maior quantidade possível de dinheiro para seus acionistas.”

Muito embora haja ainda um número significativo de empresas que se prende à visão mais tradicional de responsabilidade social <sup>49</sup>, e apesar das controvérsias, as empresas crescentemente têm assumido que suas responsabilidades extrapolam a simples obtenção de bons resultados econômicos e o cumprimento da lei. As empresas utilizam a RSE como meio para legitimar-se perante a sociedade (GÖSSLING e VOCHT, 2007, p. 363-364). Desse compromisso da empresa com a sociedade surge a cidadania corporativa <sup>50</sup>, que “descreve o papel da corporação na administração dos direitos de cidadania para os indivíduos”. A corporação atua como provedora de direitos sociais, facilitadora de direitos civis e canalizadora de direitos políticos (MATTEN e CRANE, 2003, p. 12-13.)

É importante notar que a RSE não resulta necessariamente em perdas econômicas, pelo contrário, os estudos mostram que existe uma correlação positiva entre a RSE e o desempenho financeiro (BEURDEN e GÖSSLING, 2008) <sup>51</sup>. Outro resultado econômico positivo da visão voltada para as partes interessadas é que a desigualdade econômica é menor nos países desenvolvidos em que a RSE é majoritária do que nos países desenvolvidos em que predomina a visão de maximização dos ganhos dos acionistas (WILLIAMS, 2002, p. 745).

O ambiente de negócios está começando a aceitar que a prosperidade, a rentabilidade e os valores dos acionistas são insuficientes para representar o valor da empresa, pois o crescimento das empresas depende também de suas competências sociais, responsabilidade ética e contribuições ambientais. As empresas devem avaliar seu

---

<sup>49</sup> Williams (2002, p. 718) apresenta de forma bastante didática a visão mais tradicional, conservadora de RSE: “[...] Há três premissas implícitas separadas na visão tradicional. A primeira premissa é que o propósito da corporação é maximizar a riqueza dos acionistas. A segunda premissa é que, dado o propósito de maximização da riqueza do acionista, a única prestação de conta direta, necessária, da corporação é a prestação de contas econômica aos acionistas. A terceira premissa é que a responsabilidade social da empresa é completamente alcançada por meio da operação dentro das restrições da lei e das obrigações privadas contratuais, e que isso é o máximo de obrigação social que pode ser imposta à corporação pela lei.”

<sup>50</sup> Tradução do termo “*corporate citizenship*”.

<sup>51</sup> De acordo com Shankman (1999), há diferentes visões sobre a RSE, se ela teria cunho estratégico, quando a motivação para considerar os interesses das partes interessadas seria o meio para de garantir a sobrevivência da empresa no longo prazo, ou fundo moral, quando o interesse das partes interessadas teria valor intrínseco que independe de qualquer possível benefício que possa trazer para outras partes interessadas, como os acionistas. Esta segunda abordagem seria de uma empresa com base na noção kantiana de dever: cada parte interessada tem o direito de ser tratada como um fim em si mesmo, e não apenas como um meio para um fim.

Quinn e Jones (1995) analisam, no âmbito do mundo empresarial, a ética instrumental e a ética não-instrumental. A primeira seria o auto-interesse esclarecido, o administrador sabe que, respeitando todas as partes interessadas, construirá uma reputação de longo prazo que será mais proveitosa do que vantagens imediatistas à custa das partes interessadas. Assim, a ética instrumental e a prosperidade dos acionistas não estão necessariamente em contradição. Mas, como agir quando a ética instrumental e a prosperidade dos acionistas estiverem em contradição? Para a ética não-instrumental, as obrigações éticas são mesmo obrigatórias. Contudo, a ética precisa estar bem enraizada no contexto cultural empresarial antes que os gestores possam usá-la como guia para as suas decisões. Os autores também, propõem um conteúdo mínimo moral para a Teoria da Agência, que seria composto por quatro princípios: i) cumprir os acordos; ii) não mentir; iii) não prejudicar os outros; e iv) respeitar a autonomia dos outros.

desempenho com relação à tripla linha básica <sup>52</sup>: economia, sociedade e meio ambiente (HARDJONO e MARREWIK, 2001, p. 223). A idéia é que as empresas, assim como fazem o balanço econômico-financeiro, façam o balanço social e o balanço ambiental (ELKINGTON, 2004, p.3). Esse conceito, que nasceu ligado à sustentabilidade, rapidamente foi incorporado à RSE <sup>53</sup>.

Aqui cabe fazer uma observação importante para o tema deste trabalho. A sustentabilidade é de especial interesse para os FSRs do tipo poupança, cujo objetivo, como já foi explicado, é garantir que os benefícios da exploração dos recursos naturais não renováveis se estendam às gerações vindouras. O tema ganhou destaque na agenda mundial com a divulgação do chamado “Relatório Brundtland” <sup>54</sup> em 1987, onde é apresentada a conceituação mais utilizada de sustentabilidade:

“O desenvolvimento sustentável é o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras satisfazerem suas próprias necessidades. Ele contém em si dois conceitos fundamentais: o conceito de 'necessidades', em particular as necessidades essenciais dos pobres do mundo, ao qual deve ser dada prioridade absoluta, e da idéia de limitações impostas pelo estado da tecnologia e da organização social sobre a capacidade do ambiente de satisfazer as necessidades presentes e futuras.” (WCED, 1987)

Entretanto, essa não é a única concepção de justiça intergeracional <sup>55</sup>.

<sup>52</sup> Tradução do termo “*Triple Bottom Line*” cunhado por John Elkington em meados da década de 1990 e que conseguiu grande divulgação com a publicação de seu livro, “*Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*”, Stony Creek, CT: New Society Publishers, 1998.

<sup>53</sup> A Norma Brasileira ABNT NBR 16.001:2004, “Responsabilidade social - Sistema da gestão - Requisitos” (ABNT, 2004), aponta em sua introdução: “O conceito de responsabilidade social é freqüentemente associado à concepção de “Desenvolvimento Sustentável” desenvolvido pela Comissão Brundtland e aceito pela conferência da ONU - Rio de Janeiro, 1992. Muitas das atividades associadas com a responsabilidade social refletem as três dimensões da sustentabilidade - econômica, ambiental e social - conceitos descritos como sustentabilidade. Esta Norma utiliza as três dimensões da sustentabilidade como um dos seus fundamentos.”

<sup>54</sup> Documento preparado pela Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento da ONU (WCED), sob direção da ex-Primeira-Ministra da Noruega, Gro Harlem Brundtland, com o nome “*Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*”.

<sup>55</sup> Gosseries (2008) identificou seis diferentes teorias sobre a justiça intergeracional:

- i. Reciprocidade indireta: a atual geração deve algo para a próxima porque recebeu algo da geração anterior, ou seja, a atual geração deve passar para a próxima um capital, no mínimo equivalente àquele que herdou da geração anterior;
- ii. Utilitarismo: poupar e investir parte do capital da atual geração permitirá que as próximas usufruam muito mais desse capital;
- iii. Condição lockeana: cada geração deve deixar para a próxima tanto quanto a próxima geração teria se apropriado se atual não tivesse contribuído com sua atuação por melhorias ou perdas daquilo que de outra forma a geração posterior teria herdado;
- iv. Igualitarismo rawlsiano: cada geração devia poupar até uma quantidade de riqueza suficiente que garantisse um mínimo de estabilidade para instituições justas, as gerações seguintes seguiriam a reciprocidade indireta ;
- v. Igualitarismo revisitado: após a fase de acumulação inicial mínima, a transferência intergeracional, ou não, de riqueza se daria de forma a garantir que os menos privilegiados, independentemente da geração a que pertencem, estarão melhor do estariam em qualquer outra alternativa de mundo organizado ;
- vi. *Sufficientarism* de Brundtland: uma vez que as necessidades mínimas de uma geração estejam supridas, não há nenhuma obrigação de justiça para uma redistribuição adicional.

A globalização coloca novos desafios à RSE. As discussões atuais sobre a RSE partem do pressuposto de que as empresas com responsabilidade empresarial operam dentro de um quadro legal mais ou menos correto, definido pelas autoridades governamentais. Entretanto, no contexto global, o verdadeiro quadro de regras é mais frágil e incompleto do que o pressuposto, o que impõe às empresas a responsabilidade adicional de contribuir para o desenvolvimento e funcionamento adequado da governança em nível global (SCHERER e PALAZZO, 2007, p. 414).

Contudo, muitas vezes ocorre o oposto, as empresas pressionam os países receptores de investimento a negociar sobre impostos, subsídios, questões do Estado de Direito, salários, e outros parâmetros antes de investir, incluindo negociações para evitar maior proteção ao trabalho como condição para realizar o investimento. Os países receptores, por sua vez, moldam e restringem sua regulação doméstica para se tornarem mais atraentes do que os outros países aos olhos dos investidores (WILLIAMS, 2002, p. 738-739).

Em contrapartida, tem crescido o Investimento Socialmente Responsável – ISR <sup>56</sup>, que, partindo do pressuposto de que comprar uma ação significa apoiar as atividades e a forma de atuação da empresa, consiste “[...] na utilização de critérios éticos e sociais na seleção e gestão de carteiras de investimento, geralmente formadas por ações de empresas”. O ISR opõe-se ao critério tradicional de maximização do lucro (COWTON, 1994, p. 215), considera tanto as necessidades financeiras dos investidores quanto os impactos dos investimentos na sociedade, encorajando as corporações a melhorar as suas práticas ambientais, sociais e de governança. O montante aplicado segundo essas diretrizes chega a

---

A Tabela a seguir apresenta o quadro sinótico montado por Gosseries (2008, p. 70), onde as diversas teorias de justiça intergeracional são classificadas em função da proibição, obrigação ou autorização que cada geração tem para poupar, ou despoupar, para a próxima.

Tabela – Sinopse das Várias Teorias de Justiça Intergeracional

Teoria	Poupar	Despoupar
Reciprocidade Indireta	Autorizado	Proibido
Utilitarismo	Obrigatório	Proibido
Condição lockeana	Autorizado	Proibido, salvo...
Igualitarismo rawlsiano	Fase 1: Obrigatório Fase 2: Autorizado	Fase 1: Proibido
Igualitarismo revisitado	Fase 1: Obrigatório Fase 2: Proibido, salvo...	Fase 1: Proibido Fase 2: Proibido, salvo...
Sufficientarism de Brundtland	Autorizado, salvo...	Autorizado, salvo...

Fonte: Gosserie, 2008, p. 70.

Embora breve, a explanação é importante por mostrar que o critério de sustentabilidade do “Relatório Brundtland” não é o único possível e, portanto, qualquer FSR que objetive a justiça intergeracional terá que refletir sobre as diversas teorias disponíveis.

<sup>56</sup> Tradução do termo “*Socially Responsible Investment*” – SRI, outras denominações podem ser utilizadas como *mission investing*, *responsible investing*, *double* ou *triple bottom line investing*, *ethical investing*, *sustainable investing*, ou *green investing*. (USSIF, 2011)

US\$ 3 trilhões no mercado americano (USSIF, 2011). Princípios para o ISR já foram definidos sob os auspícios da ONU <sup>57</sup>.

Basicamente, há duas formas de atuação dos ISRs: a exclusão, do universo de possíveis investimentos, das empresas que não atendam determinados critérios ou o uso dos instrumentos de acionista para pressionar as empresas a agirem de forma socialmente responsável, inclusive contando com a cooperação com organizações não governamentais para atingir esse objetivo (SPARKES; COWTON, 2004, p. 48).

A RSE estende-se também à cadeia de suprimentos. Com a internacionalização do comércio, para reduzir os custos de produção, as empresas passaram a buscar fornecedores de componentes e insumos em países em desenvolvimento onde, muitas vezes, empregam-se práticas laborais e ambientais degradantes. O público repudia cada vez mais a terceirização nessas condições e pressiona as empresas a conformarem seus fornecedores segundo as práticas da RSE (WILLIAMS, 2002, p. 737).

Outra onda de pressão sobre as empresas para que se amoldem a práticas corporativas responsáveis vem de agências multilaterais, como a ONU, OIT, OCDE, entre outras, e de organizações não governamentais <sup>58</sup> (MUELLER, 2011). Diversos códigos de conduta ou de melhores práticas são divulgados e as empresas são encorajadas a segui-los. A ONU, por exemplo, preparou o chamado Pacto Global com diretrizes para a atuação socialmente responsável das empresas:

---

<sup>57</sup> Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI, 2011)

Como os investidores institucionais, temos o dever de agir no melhor interesse a longo prazo de nossos beneficiários. Neste papel fiduciário, acreditamos que as considerações ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento (em diferentes graus por empresas, setores, regiões, classes de ativos e através do tempo). Nós também reconhecemos que a aplicação desses Princípios pode alinhar melhor os investidores aos objetivos mais amplos da sociedade. Portanto, quando compatíveis com nossas responsabilidades fiduciárias, nós assumimos os seguintes compromissos:

- 1- Vamos incorporar as questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de decisão.
- 2- Seremos proprietários ativos e incorporaremos as questões de ESG nas nossas políticas e práticas de propriedade.
- 3- Buscaremos a transparência adequada das entidades em que investimos nas questões de ESG.
- 4- Promoveremos a aceitação e a implementação dos Princípios dentro da indústria de investimento.
- 5- Vamos trabalhar juntos para reforçar nossa eficiência na implementação dos Princípios.
- 6- Vamos, cada um de nós, fazer relatórios sobre nossas atividades e progressos na implementação dos Princípios.

Fonte: <http://www.unpri.org/principles/>

<sup>58</sup> Destaca-se, nesse campo, a *Global Reporting Initiative* (GRI, 2011), que objetiva promover entre as empresas a ampla utilização de relatórios padronizados de desempenho econômico, ambiental e social que sejam passíveis de comparação como os relatórios financeiros.



O Pacto Global da ONU pede às empresas para abraçar, apoiar e aprovar, na sua esfera de influência, um conjunto de valores fundamentais nas áreas de direitos humanos, normas trabalhistas, meio ambiente e combate à corrupção:

Direitos Humanos:

- Princípio 1: As empresas devem apoiar e respeitar a proteção dos direitos humanos reconhecidos internacionalmente, e
- Princípio 2: certificar-se de que elas não são cúmplices de abusos dos direitos humanos.

Trabalho

- Princípio 3: As empresas devem apoiar a liberdade de associação e o reconhecimento efetivo do direito à negociação coletiva;
- Princípio 4: a eliminação de todas as formas de trabalho forçado ou compulsório;
- Princípio 5: a abolição efetiva do trabalho infantil;
- Princípio 6: a eliminação da discriminação em matéria de emprego e ocupação.

Meio ambiente

- Princípio 7: As empresas devem apoiar uma abordagem preventiva aos desafios ambientais;
- Princípio 8: desenvolver iniciativas para promover maior responsabilidade ambiental; e
- Princípio 9: incentivar o desenvolvimento e a difusão de tecnologias ambientalmente amigáveis.

Anti-Corrupção

- Princípio 10: As empresas devem trabalhar contra a corrupção em todas as suas formas, inclusive extorsão e propina. (ONU, 2011).

No próximo capítulo, serão apresentados e discutidos os códigos com as diretrizes de conduta referentes à governança recomendadas pela OCDE e pelo grupo de trabalho IWG-SWF.

### **3. DIRETRIZES PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA**

#### **3.1. Diretrizes da OCDE para Governança Corporativa**

De acordo com a OCDE (2004, p. 11), a governança corporativa envolve um conjunto de relações entre a administração da empresa e as partes interessadas e também fornece a estrutura por meio da qual são definidos os objetivos da empresa e são determinados os meios para atingir esses objetivos e para monitorar o desempenho.

Partindo da premissa de que a governança corporativa é um elemento chave para melhorar a eficiência econômica e o crescimento, bem como para reforçar a confiança do investidor, a OCDE (2004) divulgou o documento “Princípios de Governança Corporativa da OCDE”, onde apresenta as diretrizes que representam o consenso entre os países membros daquilo que se considera essencial para o desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa:

I. Assegurar a base para uma estrutura eficaz de governança corporativa: A estrutura de governança corporativa deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o Estado de Direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades de supervisão, de regulação e de aplicação das leis. (OCDE, 2004, p. 17)

II. Os direitos dos acionistas e as funções fundamentais do seu exercício: a estrutura de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas. (OCDE, 2004, p. 18)

III. O tratamento equânime dos acionistas: a estrutura de governança corporativa deve garantir o tratamento equânime de todos os acionistas, inclusive dos minoritários e dos estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter efetiva reparação pela violação de seus direitos. (OCDE, 2004, p. 20)

IV. O papel das partes interessadas na governança corporativa: a estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos, estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos, das partes interessadas e incentivar a cooperação ativa entre as corporações e as partes interessadas na criação de riqueza e de empregos e na manutenção de empresas financeiramente sólidas. (OCDE, 2004, p. 21)

V. Divulgação de informação e transparência: a estrutura de governança corporativa deve assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes da corporação, incluindo a situação financeira, o desempenho, a participação acionária e a governança da empresa. (OCDE, 2004, p. 22)

VI. As responsabilidades dos conselhos: a estrutura de governança corporativa deve assegurar a gestão estratégica da empresa, o acompanhamento eficaz da gestão pelo conselho e a sua prestação de contas perante a empresa e os seus acionistas. (OCDE, 2004, p. 24)

Em 2005, a OCDE, reconhecendo a importância econômica das empresas estatais<sup>59</sup>, divulgou mais um guia de boa governança corporativa: “Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas Estatais”. O novo documento, que deve ser lido como um complemento do primeiro, traz orientações específicas para tratar da situação especial do Estado como proprietário ou controlador da empresa (OCDE, 2005, p. 9):

I. Assegurar um marco regulador e legal efetivo para empresas estatais: O marco regulador e legal das empresas estatais deve assegurar a igualdade entre empresas estatais e empresas privadas em mercados onde possam competir de forma a evitar distorções de mercado. A estrutura deve estar alicerçada e ser totalmente compatível com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE. (OCDE, 2005, p. 12)

II. O Estado na qualidade de proprietário: O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, assegurando que a governança de empresas estatais seja desempenhada de maneira transparente e responsável, com o nível necessário de profissionalismo e eficiência. (OCDE, 2005, p. 13)

III. Tratamento equânime dos acionistas: O Estado e as empresas de propriedade estatal devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e, em conformidade com os “Princípios de Governança Corporativa da OCDE”, assegurar seu tratamento equânime e igual acesso às informações corporativas. (OCDE, 2005, p.14)

IV. Relações com as partes interessadas: A política de propriedade estatal deve reconhecer plenamente as responsabilidades das empresas estatais para com as partes interessadas e requisitar que elas relatem sobre suas relações com elas. (OCDE, 2005, p. 15)

V. Transparência e divulgação de informação: Empresas estatais devem observar elevados padrões de transparência em conformidade com os “Princípios de Governança Corporativa da OCDE”. (OCDE, 2005, p. 16)

VI. As responsabilidades dos conselhos das empresas estatais: Os conselhos das empresas estatais devem ter a autoridade, as competências e a objetividade necessárias para realização de suas funções de condução estratégica e de acompanhamento da gestão. Devem agir com integridade e ser responsáveis por suas ações. (OCDE, 2005, p. 17)

Os “Princípios de Governança Corporativa da OCDE” e as “Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas Estatais” focam praticamente apenas na governança dos aspectos econômicos da atividade da empresa, privada ou estatal, promovendo o respeito aos acionistas, a transparência, a divulgação de informações, a prestação de contas e a responsabilização dos conselhos diretores. Somente de forma genérica mencionam as outras partes interessadas. Nesse aspecto, esses dois documentos da OCDE estão alinhados com a visão mais tradicional e conservadora da governança corporativa.

---

<sup>59</sup> A divulgação das “Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas Estatais” não objetiva contradizer ou desestimular programas de privatização (OCDE, 2004, p. 10). Pelo contrário, a boa governança torna as empresas estatais mais atraentes para os investidores nos programas de privatização (OCDE, 2004, p. 9).

Em 2011, a OCDE divulgou a atualização de mais um apanhado de diretrizes de atuação, ao qual o Brasil aderiu, com o título de “Diretrizes da OCDE para Empresas Multinacionais”<sup>60</sup>. O documento, como o nome indica, é direcionado para as práticas das empresas multinacionais. A OCDE objetiva harmonizar as relações entre empresas multinacionais e os governos e as sociedades dos países onde elas operam, sempre de acordo com sua filosofia de estímulo a um ambiente favorável à globalização de investimentos, mas também levando em conta as mudanças pelas quais passa o exercício das atividades econômicas no mundo atual.

As diretrizes da OCDE para empresas multinacionais são resumidas a seguir:

I – Conceitos e Princípios: As Diretrizes são recomendações dirigidas em conjunto por governos às empresas multinacionais. Elas fornecem princípios e padrões de boas práticas consistentes com as leis aplicáveis e padrões internacionalmente reconhecidos. A observância das Diretrizes pelas empresas é voluntária e não é legalmente exigível. No entanto, algumas questões abrangidas pelas Diretrizes também podem ser regulados pela legislação nacional ou compromissos internacionais. Obedecer às leis domésticas é a primeira obrigação das empresas. [...] As Diretrizes não pretendem introduzir diferenças de tratamento entre empresas multinacionais e empresas locais. (OCDE, 2011, p. 17-18)

II – Políticas Gerais: As empresas multinacionais devem levar plenamente em conta as políticas locais dos países onde elas operam e considerar as opiniões das partes interessadas. [...] Apoiar e defender bons princípios de governança corporativa e desenvolver e aplicar boas práticas de governança corporativa. [...] Abster-se de qualquer envolvimento inapropriado nas atividades políticas locais. (OCDE, 2011, p. 19-20)

III – Divulgação de Informações: As empresas devem assegurar a divulgação oportuna de informações precisas sobre todos os assuntos referentes às suas atividades, estrutura, situação financeira, desempenho, propriedade e governança. (OCDE, 2011, p. 27).

IV – Direitos Humanos: Os Estados têm o dever de proteger os direitos humanos. As empresas devem [...] respeitar os direitos humanos, o que significa que elas devem evitar infringir os direitos humanos e atentar para os impactos negativos sobre os direitos humanos nos quais elas estejam envolvidas. (OCDE, 2011, p. 31)

V – Emprego e Relações Industriais: As empresas devem [...] respeitar o direito de sindicalização dos trabalhadores, [...] Contribuir para a efetiva abolição do trabalho infantil [...] Contribuir para todas as formas de eliminação de trabalhos forçados ou compulsórios [...] Não discriminar trabalhadores com base na raça, cor, sexo, religião, nacionalidade ou origem social [...] (OCDE, 2011, p. 36-35).

VI – Meio Ambiente: As empresas devem [...] proteger o meio ambiente, a saúde e a segurança públicas e, de modo geral, conduzir suas atividades para contribuir para o objetivo maior do desenvolvimento sustentável (OCDE, 2011, p. 42)

VII – Combate à corrupção, à solicitação de suborno e à extorsão: As empresas não devem, direta ou indiretamente, oferecer, prometer, dar ou pedir suborno ou outras vantagens indevidas para obter ou manter negócios ou vantagens impróprias. As empresas também devem resistir à solicitação de suborno ou à extorsão. (OCDE, 2011, p. 47)

---

<sup>60</sup> As Diretrizes são parte da “Declaração da OCDE sobre Investimento Internacional e Empresas Multinacionais” (OCDE, 2000), publicado pela primeira vez em 1976.

VIII - Defesa do consumidor: Ao lidar com os consumidores, as empresas devem adotar práticas leais de negócio, propaganda e marketing e devem tomar todas as providências razoáveis para garantir a qualidade e a confiabilidade dos produtos e dos serviços que elas fornecem. (OCDE, 2011, p. 51)

IX – Ciência e Tecnologia (C&T): As empresas devem realizar esforços para que suas atividades de C&T sejam compatíveis com as políticas e os planos dos países onde operam e que contribuam para o desenvolvimento local e nacional da capacidade de inovação. (OCDE, 2011, p. 55)

X – Concorrência: As empresas devem realizar suas atividades de forma compatível com todas as leis e regulamentos concorrenciais. (OCDE, 2011, p. 57)

XI – Tributação: É importante que as empresas contribuam para as finanças públicas dos países em que se estabeleceram, cumprindo oportunamente com suas obrigações fiscais. (OCDE, 2011, p. 60)

As “Diretrizes da OCDE para Empresas Multinacionais” destacam o comportamento ético da empresa na relação com as partes interessadas, como os trabalhadores, o governo, os clientes, os concorrentes e a sociedade como um todo, e estimulam o comprometimento da empresa com a proteção dos direitos humanos, do meio ambiente, da dignidade do trabalhador e da moralidade pública. O documento está sintonizado com o conceito contemporâneo de RSE.

### 3.2. Os “Princípios de Santiago”

As orientações da OCDE se mostraram insuficientes para tratar das questões específicas surgidas com a atuação crescente dos FSRs nos mercados internacionais, principalmente no que concerne à preocupação com a segurança nacional dos países receptores. Para suprir essa carência, o FMI coordenou a articulação de 23 países membros com FSRs, no grupo de trabalho IWG-SWF<sup>61</sup>, para a definição de diretrizes específicas de boa governança corporativa para esses fundos. É importante ressaltar que há perfeita concordância entre a OCDE e o FMI no que tange ao papel e à forma de atuação dos FSRs:

“Para assegurar o sucesso dos Princípios e Práticas Geralmente Aceitos (PPGA), a resposta construtiva e colaborativa dos países receptores será essencial. O Grupo Internacional de Trabalho (IWG) é de opinião que os PPGA, juntamente com as diretrizes da OCDE para países receptores, ajudará a alcançar o objetivo comum de manter um ambiente de investimento estável e aberto.” (IWG-SWF, 2008, p. 4)

---

<sup>61</sup> Ver nota de rodapé 19, na pág. 20 deste trabalho.

O resultado do trabalho foi divulgado no documento “Fundos Soberanos de Riqueza: Princípios e Práticas Geralmente Aceitos”- PPGA (IWG-SWF, 2008), também chamado de “Princípios de Santiago”. Os PPGA abrangem três áreas; i) marco legal, objetivos e coordenação com as políticas macroeconômicas; ii) marco institucional e estrutura de governança; e iii) marco de gestão de risco e de investimento (IWG-SWF, 2008, p. 5). Os “Princípios de Santiago” são apresentados a seguir:

**Princípio 1:** O marco legal do FSR deve assentar-se em fundamentos sólidos e propiciar a operação eficaz e o alcance dos objetivos estabelecidos.

**Subprincípio 1.1:** O marco legal para o FSR deve assegurar a solidez jurídica do FSR e de suas operações.

**Subprincípio 1.2:** As características fundamentais da base e da estrutura jurídica do FSR, bem como da relação legal entre o FSR e outros fundos e órgãos do Estado, devem ser divulgadas ao público.

**Princípio 2:** Os objetivos da política do FSR devem ser definidos com clareza e divulgados ao público.

**Princípio 3:** Quando as atividades do FSR têm significativas implicações diretas na macroeconomia doméstica, essas atividades devem ser estreitamente coordenadas com as autoridades fiscais e monetárias locais para garantir que sejam compatíveis com as políticas macroeconômicas gerais.

**Princípio 4:** Devem estabelecer-se regras, procedimentos ou mecanismos claros, divulgados ao público, relativos à orientação geral do FSR com respeito às operações de financiamento, retirada e gasto.

**(Sub)princípio 4.1:** A fonte de financiamento do FSR deve ser divulgada ao público.

**(Sub)princípio 4.2:** A orientação geral para retiradas do FSR e o gasto por conta do Estado devem ser divulgados ao público.

**Princípio 5:** Os dados estatísticos referentes ao FSR devem ser informados oportunamente ao proprietário, ou conforme se requeira, para que sejam incluídos, onde apropriado, no conjunto de dados macroeconômicos.

**Princípio 6:** A estrutura de governança do FSR deve ser sólida e estabelecer uma repartição clara e efetiva dos papéis e responsabilidades para facilitar a prestação de contas e a independência operacional na gestão do FSR para consecução de seus objetivos.

**Princípio 7:** O proprietário deve fixar os objetivos do FSR, indicar os membros para os corpos diretivos em conformidade com procedimentos claramente definidos e fiscalizar as operações do FSR.

**Princípio 8:** Os corpos diretivos devem agir no melhor interesse do FSR e ter um mandato definido, além de autoridade adequada e competência para realizar sua função.

**Princípio 9:** A gestão operacional do FSR deve implementar as estratégias do fundo de maneira independente e de acordo com responsabilidades definidas com clareza.

**Princípio 10:** A estrutura para a prestação de contas das operações do FSR deve ser claramente definida na legislação pertinente, regulamentos e outros documentos constitutivos, ou no contrato de gestão.

**Princípio 11:** Um relatório anual, acompanhado das demonstrações financeiras sobre as operações e o desempenho do FSR deve ser apresentado nos prazos estabelecidos de acordo com normas nacionais ou internacionais de contabilidade reconhecidas de maneira uniforme.

**Princípio 12:** As operações e os demonstrativos financeiros do FSR deverão ser auditados anualmente de acordo com normas nacionais ou internacionais de auditoria reconhecidas de maneira uniforme.

**Princípio 13:** Padrões profissionais e éticos devem ser definidos claramente e informados aos membros dos corpos diretivos, gestores e funcionários.

**Princípio 14:** As relações com terceiros para atender às finalidades de gestão operacional do FSR devem ser baseadas em parâmetros econômicos e financeiros e seguir regras e procedimentos claros.

**Princípio 15:** As operações e as atividades do FSR nos países receptores deverão ser conduzidas de acordo com os regulamentos aplicáveis e as exigências de divulgação de informação desses países.

**Princípio 16:** A estrutura e os objetivos de governança, bem como a forma pela qual se dá a independência operacional da gestão em relação ao proprietário, devem ser informados ao público.

**Princípio 17:** As informações financeiras relevantes com respeito ao FSR deverão ser divulgadas publicamente para comprovar a sua orientação econômica e financeira, assim como para contribuir para a estabilidade nos mercados financeiros internacionais e reforçar a confiança dos países receptores.

**Princípio 18:** A política de investimentos do FSR deve ser clara e consistente com os objetivos definidos, a tolerância ao risco e a estratégia de investimento, de acordo com o estabelecido pelo proprietário, ou os corpos diretores, e deve ser baseada em sólidos princípios de gestão de carteiras de investimento.

**(Sub)princípio 18.1:** A política de investimento do FSR deve guiar a exposição ao risco financeiro e o possível uso da alavancagem.

**(Sub)princípio 18.2:** A política de investimento deve definir em que medida se prevê o emprego de gestores de investimento externos e/ou internos, o alcance de suas atividades e autoridade, o processo pelo qual são escolhidos e se supervisiona seu desempenho.

**(Sub)princípio 18.3:** A descrição da política de investimento do FSR deve ser divulgada ao público.

**Princípio 19:** As decisões de investimento dos FSR devem visar à maximização do retorno financeiro, ajustado em função do risco de maneira coerente com a política de investimento, e devem ser baseadas em fundamentos econômicos e financeiros.

**(Sub)princípio 19.1:** Se as decisões de investimento estão sujeitas a outras considerações que não econômico-financeiras, então essas devem ser expostas claramente na política de investimento e divulgadas ao público.

**(Sub)princípio 19.2:** A gestão dos ativos de um FSR deve ser compatível com as práticas geralmente aceitas de gestão prudente de ativos.

**Princípio 20:** O FSR não deve procurar ou tirar vantagem de informações privilegiadas ou de influência indevida do Estado ao competir com o setor privado.

**Princípio 21:** Os FSRs consideram que os direitos de propriedade dos acionistas constituem um elemento essencial do valor de seus investimentos patrimoniais. Se um FSR decide exercer seus direitos de propriedade, deve fazê-lo de uma maneira consistente com sua política de investimentos e que proteja o valor financeiro de seus investimentos. O FSR deve divulgar publicamente a sua abordagem geral para valores mobiliários com direito a voto de empresas com registro em bolsa de valores, incluído os fatores principais que guiam o exercício de seu direito de propriedade.

**Princípio 22:** O FSR deve possuir uma estrutura que identifique, avalie e faça a gestão dos riscos de suas operações.

**(Sub)princípio 22.1:** A estrutura de gestão de risco deve incluir informações confiáveis e sistemas de comunicação oportunos que permitam o monitoramento adequado e a gestão dos riscos relevantes dentro de parâmetros e níveis aceitáveis, mecanismos de controle e incentivo, códigos de conduta, planejamento da continuidade dos negócios e uma função de auditoria independente.

**(Sub)princípio 22.2:** O enfoque geral da estrutura de gestão de risco do FSR deve ser divulgado publicamente.

**Princípio 23:** A rentabilidade (absoluta e, se houver índices de referência, relativa) dos ativos e dos investimentos do FSR deve ser medida e comunicada ao proprietário de acordo com princípios e normas claramente definidos.

**Princípio 24:** Um processo de revisão periódica da implementação dos PPGA deve ser realizado por ou a pedido do FSR.” (IWG-SWF, 2008, p. 7-9)

Os PPGA foram estabelecidos com quatro princípios orientadores:

“Os Princípios e Práticas Geralmente Aceitos (PPGA) para os FSRs, portanto, se assentam sobre os seguintes objetivos orientadores: i) ajudar a manter o sistema financeiro global estável e a livre circulação de capitais e investimentos; ii) cumprir todas as normas aplicáveis e as exigências de divulgação de informação dos países receptores de investimento; iii) investir com base no risco econômico e financeiro e em considerações de retorno; e iv) dispor de uma estrutura de governança transparente e saudável que estabeleça controle operacional, gestão de risco e prestação de contas adequados. (IWG-SWF, 2008, p. 4)

Portanto, o enfoque dos PPGA é eminentemente econômico-financeiro: o objetivo aceitável do FSR é o lucro, a estrutura de governança deve garantir a transparência, a divulgação de informações e a prestação de contas <sup>62</sup>, e o governo proprietário não deve participar diretamente da gestão do fundo. Esse enfoque deriva das próprias razões que deram origem aos PPGA, isto é, “manter um ambiente de investimento estável e aberto.” (IWG-SWF, 2008, p. 4). Algo que é assumido pelo FMI como um bem em si mesmo, tornando dispensáveis quaisquer outras considerações além das de caráter contábil ou econômico.

Não há nos “Princípios de Santiago” qualquer menção à RSE ou ao ISR. O único princípio que abre alguma possibilidade de fugir ao dogma da maximização do retorno financeiro, o (sub)princípio 19.1, o faz com o propósito de assegurar o esclarecimento aos países receptores de que o investimento efetuado não possui fins estratégicos atentatórios à segurança nacional.

Nos “Princípios de Santiago”, os FSRs são tratados apenas na sua dimensão de fundos de investimento, portanto não existe nenhuma diretriz quanto aos procedimentos de aplicação dos rendimentos dos FSRs em prol das populações dos países de origem dos fundos.

---

<sup>62</sup> Embora, não sejam previstos instrumentos independentes de monitoramento que assegurem o cumprimento dos princípios (HUBBARD, 2009, p. 103.)



Ainda que a adesão aos “Princípios de Santiago” seja voluntária, é importante considerar o fato de que os fundos soberanos são depositários da riqueza atual e futura de seus cidadãos. Portanto, transparência pública total e normas rigorosas de prestação de contas são fundamentais, pois os cidadãos têm o direito de saber como suas riquezas estão sendo geridas (HUBBARD, 2009, p. 104).

Para avaliar as estruturas de governança dos FSRs foram criados diversos indicadores. Na próxima seção, alguns indicadores de governança de FSRs serão apresentados.

### **3.3. Indicadores de Governança dos Fundos Soberanos de Riqueza**

Neste trabalho, serão apresentados os indicadores que avaliam as práticas de governança dos FSRs desenvolvidos por três institutos independentes: *Sovereign Wealth Fund Institute* - SWFI, *The Carnegie Middle East Center* e *Peterson Institute for International Economics*.

#### **3.3.1. *Sovereign Wealth Fund Institute***

A organização *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI, 2011c) utiliza um índice, conhecido como Índice de Transparência Linaburg-Maduell em razão do nome de seus desenvolvedores Carl Linaburg e Maduell Michael, que visa medir a transparência dos FSRs. O índice é baseado em dez princípios essenciais <sup>63</sup> que retratam a transparência do fundo

---

<sup>63</sup> 1. O Fundo apresenta sua história, incluindo a razão para a criação, a origem da riqueza e a estrutura de propriedade do governo.  
 2. O Fundo apresenta relatórios anuais de auditorias independentes.  
 3. O Fundo apresenta a sua participação acionária nas empresas em que investe e a localização dessas empresas.  
 4. O Fundo apresenta o valor total de mercado e o retorno de sua carteira bem como a remuneração dos gestores.  
 5. O Fundo apresenta diretrizes referentes às normas éticas, às políticas de investimento e à imposição das diretrizes.  
 6. O Fundo apresenta objetivos e estratégias claras.  
 7. Se for o caso, o Fundo identifica claramente subsidiárias e informações para contato.  
 8. Se for o caso, o Fundo identifica os gestores externos.  
 9. O Fundo administra sua própria página na internet.  
 10. O Fundo apresenta o endereço de seu escritório principal e informações para contato tais como telefone e fax. (SWFI, 2011)

soberano em relação ao público. Cada princípio adiciona um ponto ao índice. A nota mínima que um fundo pode receber é um. A nota recomendada, que atestaria boas práticas de governança, é, no mínimo, oito.

A Figura 1 apresenta os resultados publicados. Percebe-se a grande dispersão das notas. O grupo dos FSRs que atingiram o escore recomendado de pelo menos oito pontos é composto por dezessete fundos, representando 40% do total de fundos avaliados. Por outro lado, oito fundos obtiveram o escore mínimo. A média total dos fundos foi ligeiramente inferior a seis, o que indica que, em matéria de transparência dos FSRs, ainda há o que melhorar.

### ***3.3.2. The Carnegie Middle East Center***

O instituto gerador de idéias *The Carnegie Middle East Center* realizou, em 2011, uma pesquisa entre os FSRs signatários dos “Princípios de Santiago” para avaliar a observância aos PPGA (BEHRENDT, 2011). Na **Erro! Fonte de referência não encontrada.**, são apresentados os resultados encontrados.

Nota-se a grande dispersão nos índices de obediência aos “Princípios de Santiago” entre os diversos FSRs. Apenas seis deles seguem mais de dois terços dos PPGA e, na média, o nível geral de obediência é baixo.

Pesquisou-se também se havia correlação entre os níveis de obediência aos PPGA e a democracia, o desenvolvimento econômico e a efetividade do governo nos países de origem dos FSRs (BEHRENDT, 2010, p.9).

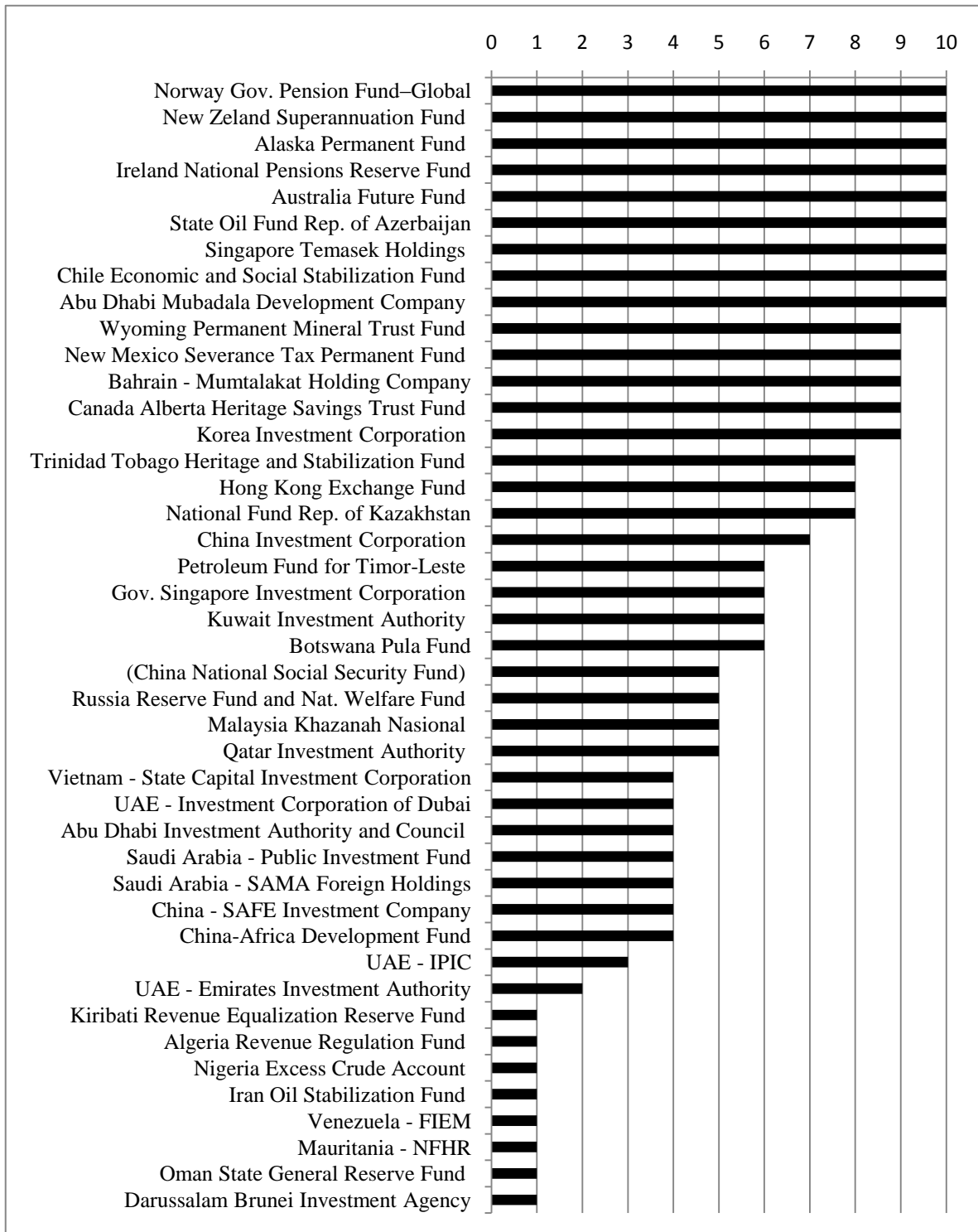


Figura 1: Índice de Transparência Linburg-Maduell dos FSRs (SWFI, 2011c).

A democracia foi avaliada de acordo com o "Índice de Democracia 2008" do instituto *Economist Intelligence Unit*. O "Índice de Democracia" é baseado em cinco quesitos: i) processo eleitoral e pluralismo; ii) liberdades civis; iii) funcionamento do governo; iv)

participação política; e v) cultura política<sup>64</sup>. O desenvolvimento econômico foi medido pela renda per capita. (BEHRENDT, 2010, p.11) e a efetividade do governo, pelos “Indicadores Mundiais de Governança” do Banco Mundial (BEHRENDT, 2010, p.12). Houve correlação significativa apenas com a democracia e a efetividade do governo, ou seja, os fundos dos países mais democráticos e com governos mais efetivos tendem a apresentar maior obediência aos PPGA.

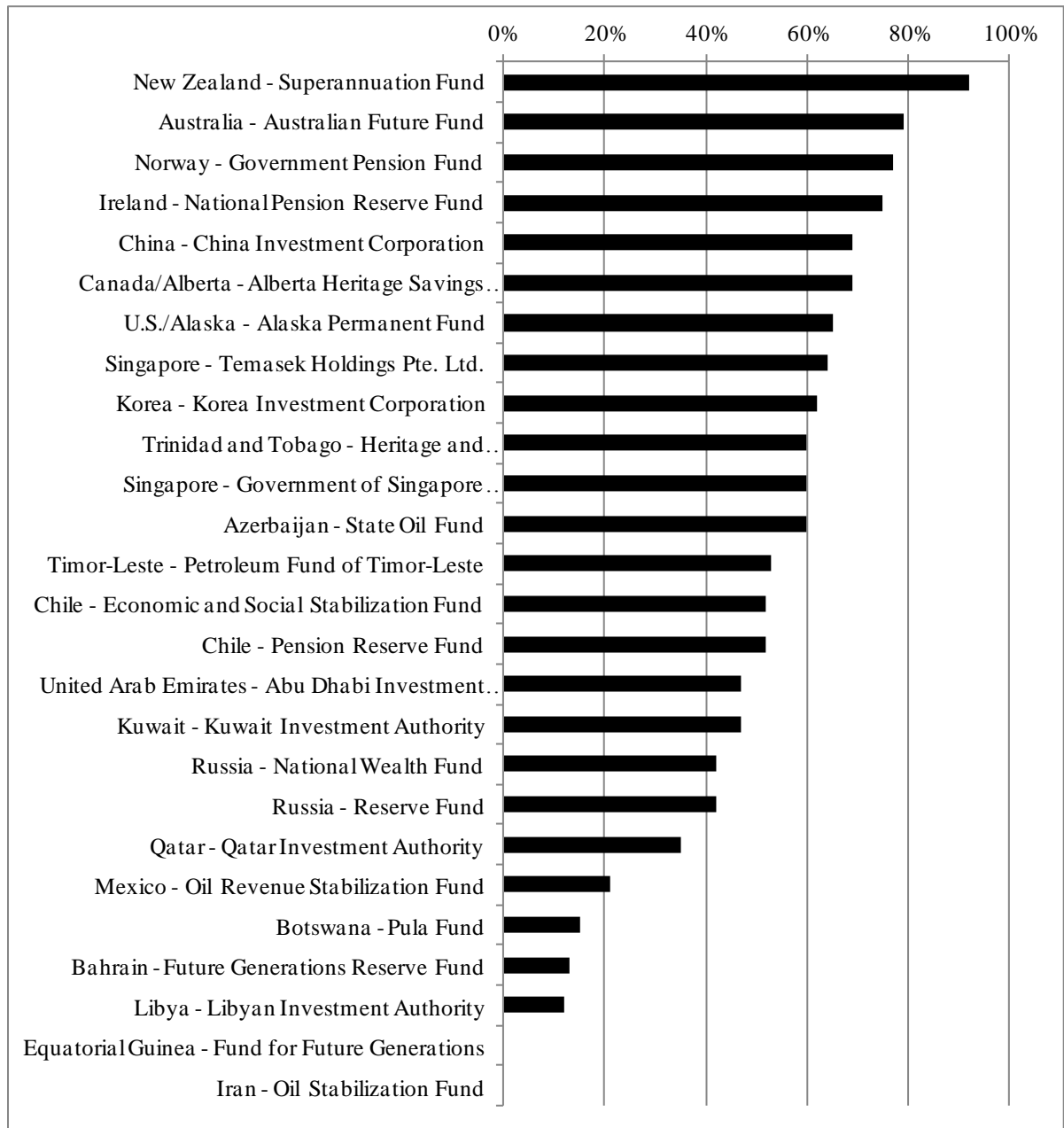
A organização *International Forum of Sovereign Wealth Funds*, IFSWF, sucessora do grupo de trabalho IWG-SWF, realizou, em 2010, uma pesquisa entre seus membros para realizar a avaliação sobre a implementação dos “Princípios de Santiago”<sup>65</sup>. Dos vinte e seis FSRs participantes, somente vinte e um responderam pelo menos em parte. Dos respondentes, apenas treze já haviam realizado uma autoavaliação sobre a implementação dos “Princípios de Santiago”, e outros seis sequer tinham planos de vir a fazê-la (IFSWF, 2011, p. 44). Ou seja, apenas metade dos FSRs signatários mede sua observância aos “Princípios de Santiago”, o que indica que eles não realizam um trabalho sistemático para atender aos PPGA.

O estabelecimento dos “Princípios de Santiago” parece ter sido uma resposta dos FSRs aos temores dos países desenvolvidos, exacerbados durante a crise financeira de 2008, com relação aos reais propósitos desses fundos. Mas, passados três anos da divulgação do documento, ainda há muitos FSRs que não se engajaram efetivamente no cumprimento dos “Princípios de Santiago”. Segundo Behrendt (2010), por se tratar de um código de conduta voluntário, os “Princípios de Santiago” correm o risco de se transformarem em letra morta se não ganharem apoio dos principais signatários.

---

<sup>64</sup> Os países são colocados dentro de um dos quatro tipos de regimes: democracias plenas; democracias imperfeitas; regimes híbridos; e regimes autoritários (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, 2010, p.1).

<sup>65</sup> As principais conclusões da pesquisa foram: a) Os Membros compõem um grupo heterogêneo e, conseqüentemente, não é possível nem útil ter expectativas uniformes de como devem se comportar - incluindo as práticas de divulgação de informação; b) Em função da heterogeneidade das organizações envolvidas, os membros têm diferentes abordagens e metas de aplicação, e nem todos os princípios exigem a divulgação pública. Isso ocorre substancialmente porque a lei do país de origem aplicável a alguns Membros, ou sua estrutura, ou ambos, faz com que certos princípios sejam aplicados de formas diferentes; c) as atividades de investimento dos Membros baseiam-se nas considerações de risco e de retorno relacionadas, e devem ser vistas e tratadas de acordo com elas; d) a maioria dos Membros vê os “Princípios de Santiago” como uma diretriz útil para as práticas operacionais e de investimentos; e) a esmagadora maioria das práticas dos membros é completa ou parcialmente consistente com os “Princípios de Santiago”, enquanto os membros reconhecem que mais progressos podem ser feitos em relação a alguns princípios – em especial o princípio 24 (IFSWF, 2011, p. 45).



**Figura 2:** Conformidade aos “Princípios de Santiago” medida pelo instituto *The Carnegie Middle East Center* (BEHRENDT, 2010).

### 3.3.3. *Peterson Institute for International Economics*

Anterior à divulgação dos “Princípios de Santiago”, o instituto de pesquisa econômica *Peterson Institute for International Economics* desenvolveu um índice para avaliar as boas práticas de governança dos FSRs (TRUMAN, 2008) <sup>66</sup>.

O índice tem por base quatro quesitos: (1) a estrutura do fundo, incluindo seus objetivos, o tratamento fiscal, e se ele é separado das reservas internacionais do país; (2) governança do fundo, incluindo os papéis do governo e dos gestores, e se o fundo segue diretrizes de responsabilidade corporativa e de comportamento ético nos investimentos; (3) a responsabilização e a transparência do fundo na sua estratégia de investimento, nas atividades de investimento, nos relatórios e nas auditorias; e (4) o comportamento do fundo na gestão de sua carteira de investimentos e no uso de alavancagem <sup>67</sup> e de derivativos <sup>68</sup>.

A pontuação em cada quesito é calculada a partir de uma série de perguntas respondíveis com sim ou não. O sim representa um ponto. Em algumas situações, é possível a pontuação intermediária. São 33 perguntas distribuídas pelos quatro quesitos <sup>69</sup>. Para

<sup>66</sup> Truman (2011, p. 8) compara as duas formas de avaliação da governança dos FSRs: “Os ‘Princípios de Santiago’ incluem 30 princípios e subprincípios que se sobrepõem com 25 dos 33 quesitos no painel de avaliação dos FSRs do *Peterson Institute for International Economics*. Isso permite não só uma comparação de como as duas normas são aplicadas aos FSRs, mas também uma base para avaliar a abrangência dos ‘Princípios de Santiago’. Se um FSR cumprisse tão somente as normas estabelecidas nos ‘Princípios de Santiago’, ele marcaria 76 dos possíveis 100 pontos da avaliação do *Peterson Institute for International Economics*. Mas, obviamente não é o caso geral, alguns FSRs cumprem mais e outros menos. Em relação à avaliação do *Peterson Institute for International Economics*, as omissões de maior destaque dos ‘Princípios de Santiago’ são a falta de recomendação para que os fundos divulguem seu tamanho total, sejam separados das reservas internacionais, publiquem auditorias de suas operações e relatórios da composição cambial de seus investimentos. Além disso, nos ‘Princípios de Santiago’ falta completa clareza sobre o que deveria ou não ser publicamente divulgado. A norma aplicável deveria ser cumprida (via divulgação pública) ou, então, deveria ser explicado porque o fundo não a está cumprindo. Em outras palavras, os ‘Princípios de Santiago’ podem ser melhorados.”

É preciso levar em consideração que os ‘Princípios de Santiago’ são fruto de uma discussão coletiva de 23 países com grande diversidade entre eles. Portanto, é natural que o resultado final seja menos rigoroso do que o produzido por um instituto de pesquisa externo aos FSRs. Talvez também por isso, a redação dos ‘Princípios de Santiago’ permita interpretação ampla quanto ao cumprimento dos PPGA.

<sup>67</sup> A alavancagem consiste em buscar o aumento de rentabilidade por meio do endividamento, em outras palavras, investir com capital emprestado. Para uma carteira que investe até o limite de seu patrimônio, o risco máximo de prejuízo está limitado a seu próprio capital; enquanto para uma carteira alavancada, o risco máximo pode vir a ser um múltiplo de seu patrimônio (FAHRI, 1999, p. 105).

<sup>68</sup> Os derivativos são contratos para pagamento futuro cujo valor está atrelado ao (deriva do) preço de outro ativo, chamado de ativo base, que pode ser a ação de uma empresa, taxa de juros, índices de bolsa de valores, cotação de moeda estrangeira, commodities, etc. O preço do derivativo acompanha no exato sentido o preço ativo base do qual resulta (AMARAL, 2003, p. 72). Segundo Lopes e Lima (2001, p. 27) os derivativos possuem três características que os distinguem da maioria dos produtos financeiros conhecidos: alta alavancagem, grande velocidade nas transações e complexidade da estrutura financeira dos produtos.

<sup>69</sup> **Estrutura:**

1. Os objetivos do FSR são claramente anunciados?

Tratamento Fiscal:

2. A fonte de recursos do FSR é claramente especificada?

3. A natureza do uso subsequente do principal e dos rendimentos está definida de forma clara?

4. Esses elementos do tratamento fiscal estão integrados com o orçamento?

5. As diretrizes para o tratamento fiscal são geralmente seguidas sem ajustes frequentes?

Outros Elementos Estruturais:

6. A estratégia geral de investimento é claramente comunicada?

7. O procedimento para mudança de estrutura do FSR é claro?

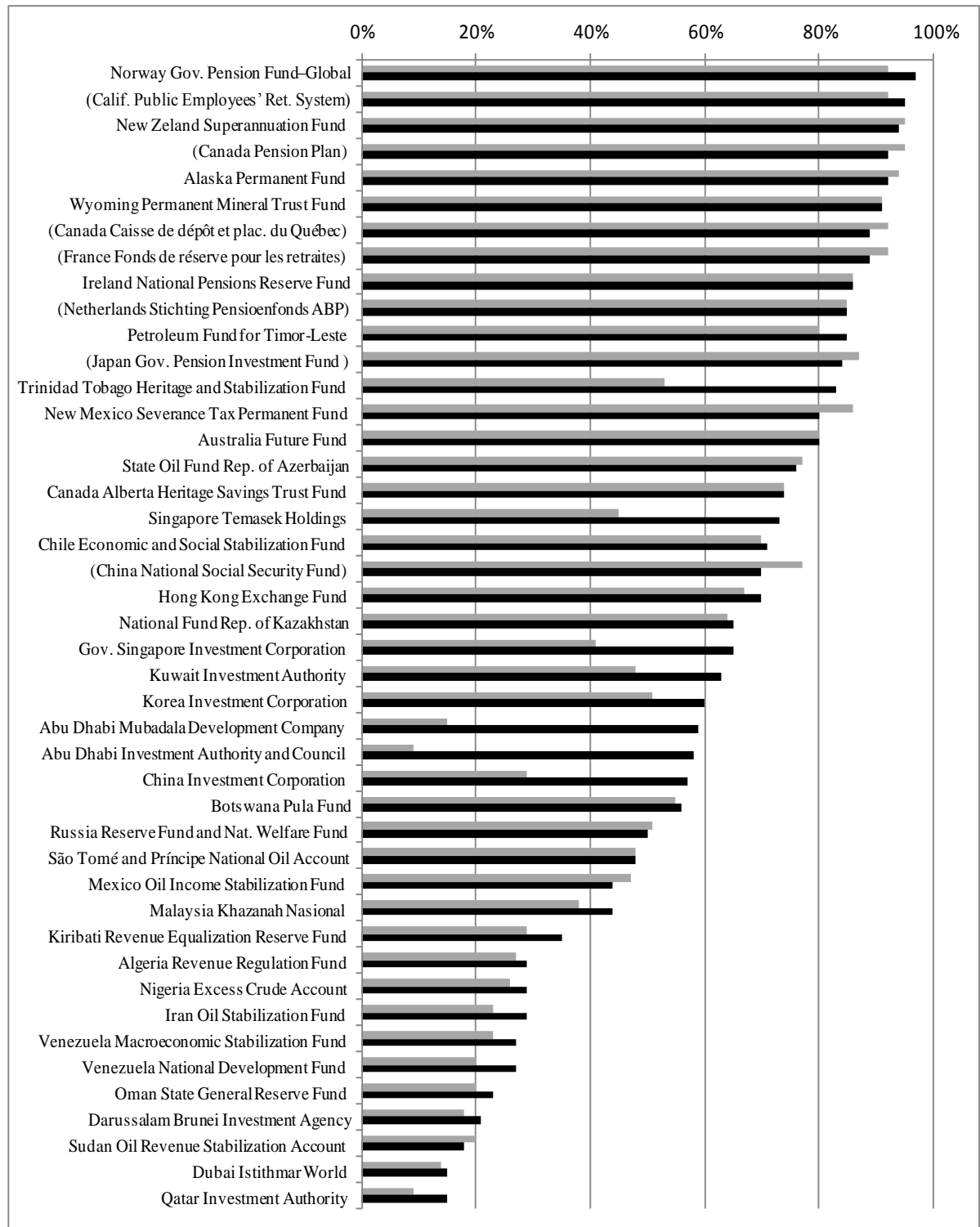
responder as questões foi utilizada informação disponível ao público de forma regular e sistemática. O resultado é apresentado na forma percentual em relação à máxima pontuação possível.

A Figura 3 apresenta a comparação dos índices de governança dos FSRs calculados pela metodologia desenvolvida para os anos de 2007 (TRUMAN, 2008) e 2010 (TRUMAN, 2011). Nesse levantamento também foram incluídos fundos de pensão estatais que realizam investimentos no exterior.

Na Figura 3, nota-se a grande dispersão dos resultados, variando de 15 a 97%. Na média, os fundos de pensão estatais apresentaram melhores resultados do que os outros fundos, talvez porque os fundos de pensão estatais geralmente operem sob leis mais rígidas do que as aplicadas aos fundos soberanos (TRUMAN, 2011, p. 9)<sup>70</sup>. Entretanto, alguns fundos do tipo “não pensão” obtiverem pontuação elevada, demonstrando que não há impedimento de que esse tipo de FSR adote boas práticas de governança se assim o desejar.

- 
8. O FSR é separado das reservas internacionais do país?
- Governança:**
9. O papel do governo na definição da estratégia de investimento do FSR é claramente estabelecido?
10. O papel dos gestores na execução da estratégia de investimento é claramente estabelecido?
11. As decisões sobre um investimento específico são tomadas pelos gestores?
12. O FSR possui em local acessível as diretrizes de governança corporativa que segue?
13. O FSR possui diretrizes éticas que segue?
- Transparência e Prestação de Contas:**
14. Os relatórios regulares de investimento do FSR incluem as categorias de ativos?
15. A estratégia usa benchmarks?
16. A estratégia limita os investimentos com base em classificação de risco?
17. Os detentores de mandado para realizar os investimentos estão identificados?
- Atividades de Investimento:
18. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem o tamanho do fundo?
19. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre o retorno?
20. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre a localização geográfica dos investimentos?
21. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações individualizadas sobre os investimentos?
22. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre as moedas que compõem os investimentos?
- Relatórios
23. O FSR disponibiliza pelo menos um relatório anual sobre suas atividades e resultados?
24. O FSR disponibiliza relatórios trimestrais?
- Auditorias
25. O FSR é submetido a uma auditoria anual regular?
26. A auditoria é publicada prontamente?
27. A auditoria é independente?
- Comportamento:**
28. O FSR indica a natureza e a velocidade do ajuste de sua carteira?
29. O FSR possui limites de concentração por emissor?
30. O FSR não assume o controle acionário?
31. O FSR possui uma política para o uso de alavancagem?
32. O FSR possui uma política para o uso de derivativos?
33. Os derivativos são usados primariamente para proteção?

<sup>70</sup> Outra possível explicação pode vir da Teoria da Escolha Pública no que diz respeito à avaliação de custo e benefício que a sociedade civil faz antes de participar no processo de formulação de políticas públicas. Os fundos de pensão, por já possuírem obrigações determinadas, sofrem maiores pressões por parte dos beneficiários para manterem boas práticas de governança e, dessa forma, assegurar o pagamento de suas pensões. Por outro lado, como os fundos soberanos não possuem beneficiários determinados, a sociedade civil se sente menos motivada a participar da formulação de políticas públicas sobre eles, o que abre o espaço para que grupos menores ajam com oportunismo e moldem essas políticas a seu próprio favor.



**Figura 3:** Índices de governança dos FSRs medidos segundo o índice do “Peterson Institute for International Economics” no ano de 2007 (barra cinza) e no ano de 2010 (barra preta). Os fundos de pensão estatais estão nomeados entre parêntesis (TRUMAN, 2008; TRUMAN, 2011)



Ao comparar os resultados dos anos de 2007 e de 2010, algumas conclusões podem ser tiradas: a) os FSRs que já possuíam bons índices de governança em 2007 mantiveram seu bom desempenho com pequenas oscilações; b) a grande maioria dos FSRs com índices baixos de governança em 2007 apresentou melhoras em 2010, mas de pequeno valor; e c) alguns FSRs tiveram aumento significativo (de 15% a 49%) da governança entre 2007 e 2010.

Compõem esse último grupo sete FSRs, todos pertencentes a países que participaram da preparação dos “Princípios de Santiago”, indicando que esse código de conduta, embora possa ser melhorado e não venha sendo observado como deveria ser por todos os FSRs, tem contribuído positivamente para o desenvolvimento de boas práticas de governança.

Embora existam diferenças metodológicas, há boa correlação qualitativa entre os resultados dos três os índices apresentados, o FSR bem avaliado segundo um índice, também o é nos outros índices. O mesmo ocorre com os FSRs mal avaliados. Contudo, ocorrem discrepâncias em termos quantitativos entre os diversos índices, e também quando a mesma metodologia é aplicada por institutos diferentes.

Truman (2011) avaliou a observância dos “Princípios de Santiago” pelos FSRs, e os valores medidos foram significativamente mais altos do que os medidos por Behrendt (2010). Seria recomendável que o IFSWF desenvolvesse uma metodologia com critérios objetivos para uniformizar a avaliação do cumprimento dos PPGA e, assim, permitir comparar o desempenho dos FSRs entre si e ao longo do tempo.

No próximo capítulo, será analisada a legislação referente aos fundos soberanos brasileiros e suas implicações nas práticas de governança dessas entidades.

## 4. ANÁLISE DA LEI Nº 12.351/2010

### 4.1. Introdução

Em função da redução do risco exploratório e do grande volume de petróleo descoberto na camada do pré-sal, o Executivo julgou por bem alterar o marco legal da exploração de petróleo no Brasil para aumentar a parcela da renda petrolífera auferida pelo Estado. Para tal, em 2009, enviou ao Congresso Nacional quatro projetos de lei que versavam sobre os seguintes pontos: o modelo de capitalização da Petrobras, a criação da Petro-Sal Petróleo S.A., o estabelecimento do modelo de partilha de produção de petróleo e a criação do FS do pré-sal.

Esse último projeto de lei, o PL 5.940/2009 (BRASIL, 2009b), sofreu poucas modificações no seu trâmite legislativo no conteúdo referente ao FS <sup>71</sup>. Ao longo deste capítulo, essas modificações serão comentadas. Ao final do processo legislativo, o FS do pré-sal e o modelo de partilha de produção de petróleo foram incluídos em uma única lei, a Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a), conhecida como Lei da Partilha de Produção.

A discussão sobre o FS teve relativamente pouca repercussão no Congresso Nacional e na sociedade civil <sup>72</sup> em função da maior atenção dada a outros temas, como o regime de partilha de produção, a capitalização da Petrobras e, principalmente, a divisão dos royalties do petróleo. Além disso, o clima eleitoral decorrente das eleições de 2010 não se

---

<sup>71</sup> No Anexo 2 deste trabalho, é apresentada a comparação entre o conteúdo do PL 5.940/2009 (BRASIL, 2009b) e o Capítulo VII, da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a).

<sup>72</sup> Talvez a maior mobilização social tenha ocorrido em torno das verbas do FS destinadas para a educação. Entidades representativas de estudantes, professores e instituições de ensino se mobilizaram para conseguir a vinculação de parte da renda do FS à educação. Entretanto, essa disposição, aprovada no Congresso Nacional, foi vetada pelo Presidente da República, conforme texto abaixo:

Art. 47, “§ 2º Do total da receita a que se refere o art. 51 auferida pelo Fundo de que trata o caput 50% (cinquenta por cento) devem ser aplicados em programas direcionados ao desenvolvimento da educação pública, básica e superior, sendo o mínimo de 80% (oitenta por cento) destinado à educação básica e infantil.” (VETADO)

Razões do veto: “O Fundo Social constitui uma poupança de longo prazo com vistas a assegurar os benefícios intergeracionais decorrentes da exploração do pré-sal. Nesse contexto, não é adequado fixar, previamente, quais as áreas a serem priorizadas dentre aquelas já contempladas, nas quais está incluída a educação. Por esse motivo, foi criado o Conselho Deliberativo do Fundo Social, que será a instância de interface com as demandas da sociedade, e possibilitará ajustar, ao longo do tempo, a definição da destinação dos recursos resgatados.” (BRASIL, 2010d)

mostrou apropriado para a discussão técnica do FS. Mas, mesmo agora, o FS parece não fazer parte da agenda pública, pois pouquíssimo é tratado na mídia, na academia ou no meio político. Aliás, este último permanece enredado na questão da divisão dos royalties do petróleo. Contudo, é importante frisar que, embora a lei já tenha sido aprovada, muitos aspectos relevantes do FS ainda carecem de regulamentação, e, por conseguinte, a discussão sobre o FS ainda se faz necessária para que a sociedade civil possa participar desse processo, hoje restrito à tecnocracia estatal.

A discussão partirá do conhecimento do objeto. Para melhor compreensão do Capítulo VII, da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a), será utilizada a sistemática de análise de fundos soberanos desenvolvida pela empresa de consultoria Bain & Company (BNDES, 2009, p. 14).

## 4.2. Marco Analítico

O marco analítico é composto por nove itens, apresentados e brevemente comentados a seguir:

1. **Modelos Conceituais:** referem-se aos critérios adotados na literatura para classificação dos FSRs. Esse tema já foi tratado no primeiro capítulo deste trabalho. Uma observação se faz necessária, os FSRs cuja renda origina-se em *commodities* foram separados em dois grupos: petróleo e gás e outras *commodities*.
  - a. Quanto à origem dos recursos
    - i. Petróleo e gás (*oil funds*)
    - ii. Outras *commodities*
    - iii. Não *commodities*
  - b. Quanto aos objetivos do fundo soberano<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> Neste trabalho foi utilizada a classificação do FMI apresentada anteriormente. A classificação do trabalho original da Bain & Company considera apenas três tipos de objetivos: estabilização, acumulação e estratégico. O fundo soberano tipo acumulação da classificação da Bain & Company englobaria os fundos soberanos do tipo poupança, investimento e reserva para aposentadoria da classificação do FMI; o tipo estratégico da consultoria corresponde ao tipo desenvolvimento do FMI.

- i. Estabilização
- ii. Poupança
- iii. Investimento
- iv. Desenvolvimento
- v. Reserva para aposentadoria

**2. Instrumentos Legais de Formalização:** referem-se a duas questões, a primeira é o tipo de norma que cria o FSR e define a sua administração, e a segunda, a forma jurídica que ele assume. O tipo de norma que cria o FSR embute o balanço entre a maior flexibilização na administração do fundo e o controle pelos agentes institucionais. Por exemplo, decretos são decididos no âmbito do Poder Executivo, gerando maior flexibilidade para alterações, mas o Legislativo é excluído do processo decisório. O FSR pode assumir duas formas, a de agregação de ativos pertencentes ao governo e submetidos a uma legislação específica para eles ou de pessoas jurídicas, separadas do governo.

- a. Formalização do fundo soberano
  - i. Emenda Constitucional
  - ii. Lei (ordinária, especial, etc.)
  - iii. Decreto do Poder Executivo
- b. Formas jurídicas do fundo soberano
  - i. Entidade autônoma
  - ii. Conjunto de ativos sob controle do Governo (ente virtual)

**3. Regras de Entrada ou Retirada de Recursos:** referem-se aos ditames que controlam o fluxo de recursos do FSR. A entrada de recursos pode ser direta, quando a fonte dos recursos é vinculada pela lei ou pelo regulamento, ou seja, o depósito no FSR é “automático”, ou indireto, quando as receitas são direcionadas ao Tesouro, que, seguindo decisão do governo, transferirá parte para o FSR. A retirada de recursos é classificada em função da maior ou menor imposição de restrições. A transferência dos recursos do FSR para a cobertura de despesas correntes pode se dar com ou sem o estabelecimento de limites. Já as regras objetivas não estão necessariamente vinculadas às despesas correntes.

- a. Entrada de recursos
  - i. Direta
  - ii. Indireta

- b. Retirada de recursos
    - i. Regras objetivas
    - ii. Limitações a gastos correntes com limitação específica
    - iii. Priorização ilimitada de gastos correntes
- 4. Regras para Alocação de Recursos:** referem-se ao perfil dos investimentos do FSR.
- a. Exposição a classe de ativos
  - b. Liquidez da carteira
  - c. Concentração geográfica/moedas
  - d. Concentração setorial
  - e. Risco
- 5. Políticas de Parcerias com Outras Instituições Financeiras:** referem-se às estratégias de associação com outras entidades financeiras para a realização dos objetivos do FSR.
- a. Co-investimento
  - b. *Joint-venture*
- 6. Metas do Gestor:** referem-se à definição da rentabilidade a ser atingida e à forma de atingir essa rentabilidade. A rentabilidade pode ser definida em termos quantitativos absolutos ou, então, em função de um índice variável, que pode ser definido interna ou externamente. Neste último caso, por exemplo, uma taxa internacional de juros. A forma de atingir a rentabilidade pode ser passiva, quando a meta do gestor é simplesmente atingir a rentabilidade almejada, ou ativa, quando a meta almejada é apenas um patamar mínimo a ser superado.
- a. Definição de metas
    - i. Rentabilidade absoluta
    - ii. Benchmarks externos
    - iii. Benchmarks internos
  - b. Abordagem do gestor
    - i. Gestão ativa
    - ii. Gestão passiva
- 7. Modelos de Remuneração do Gestor:** referem-se à metodologia de cálculo da remuneração do gestor, classificada de acordo com a forma que a remuneração do gestor é relacionada à rentabilidade dos ativos que ele administra.

- a. Fixo
  - b. Variável
  - c. Misto
- 8. Mecanismos de governança, Controle e Supervisão:** referem-se aos itens tradicionais de governança: divisão clara das responsabilidades, controle e divulgação de informações.
- a. Funções e responsabilidades dos agentes institucionais (governo, órgão diretor e gestor)
  - b. Mecanismos de controle interno
  - c. Transparência com a sociedade
- 9. Alternativas Operacionais:** referem-se à estrutura que o FSR vai adotar para sua operacionalização, podendo utilizar-se da estrutura de um órgão governamental já existente em conjunto com a terceirização da gestão do fundo ou criar uma estrutura organizacional completa.
- a. Terceirização da gestão do fundo
  - b. Estruturas organizacionais

Na Tabela 5, os itens do marco analítico são contrapostos aos artigos da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) correspondentes:

**Tabela 5 – Análise da Lei nº 12.351/2010**

Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
<b>1. Modelo Conceitual</b> a. Origem dos recursos i. Petróleo e gás	<b>Art. 49.</b> Constituem recursos do FS: I - parcela do valor do bônus de assinatura destinada ao FS pelos contratos de partilha de produção; II - 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; III - receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei; IV - 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; V - os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades; e VI - outros recursos destinados ao FS por lei.	A origem dos recursos do FS será a renda da União proveniente da exploração de petróleo no pré-sal nos contratos sob o regime de partilha. A hipótese prevista no inciso IV depende de regulamentação de uma regra de transição, que foi dada pelo Decreto 7.403/2010 (BRASIL, 2010c). O Decreto manteve as regras previstas na Lei 9.478/1997 (BRASIL, 1997) até 31/12/2011. O inciso VI abre possibilidade legal de

Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
	<p>§ 1º A Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, passa a vigorar com as seguintes alterações: "Art. 49.</p> <p>.....</p> <p>§ 3º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela dos royalties que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, 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 desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo." (NR) "</p> <p>Art. 50.</p> <p>.....</p> <p>§ 4º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela da participação especial que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, 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 desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo." (NR)</p> <p>§ 2º O cumprimento do disposto no § 1º deste artigo obedecerá a regra de transição, a critério do Poder Executivo, estabelecida na forma do regulamento.</p>	<p>outras fontes de renda para o FS.</p>
<p><b>1. Modelo Conceitual</b> b. Objetivos do fundo soberano i. Estabilização ii. Poupança iii. Desenvolvimento</p>	<p><b>Art. 48.</b> O FS tem por objetivos: I - constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União; II - oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e III - 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. Parágrafo único. É vedado ao FS, direta ou indiretamente, conceder garantias</p>	<p>Durante o processo legislativo chegou ser aprovada uma emenda que previa a aplicação de recursos na previdência social, conforme texto abaixo, o que poderia caracterizar um fundo de aposentadoria, mas essa emenda foi retirada do texto final.</p> <p>“Art. 3º No mínimo 5% (cinco por cento) dos recursos a serem aplicados no combate à pobreza serão destinados a um fundo específico, a ser gerido pelo Ministério da Previdência Social, para recomposição da diferença entre o que foi recolhido em salários mínimos</p>

Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
		e efetivamente pago pela Previdência Social a seus segurados.”
<b>2. Instrumentos Legais de Formalização</b> a. Formalização do fundo soberano ii. Lei ordinária	A própria Lei nº 12.351/2010.	Por exigência constitucional, art. 67, IX, CF/1988 (BRASIL, 1988). Art. 167. São vedados: IX - a instituição de fundos de qualquer natureza, sem prévia autorização legislativa.
<b>2. Instrumentos Legais de Formalização</b> b. Formas jurídicas do fundo soberano ii. Conjunto de ativos sob controle do Governo (ente virtual)	<b>Art. 47.</b> É criado o Fundo Social - FS, de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, 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 desenvolvimento: I - da educação; II - da cultura; III - do esporte; IV - da saúde pública; V - da ciência e tecnologia; VI - do meio ambiente; e VII - de mitigação e adaptação às mudanças climáticas. § 1º Os programas e projetos de que trata o caput observarão o plano plurianual - PPA, a lei de diretrizes orçamentárias - LDO e as respectivas dotações consignadas na lei orçamentária anual - LOA. § 2º ( VETADO)	Ao explicitar que se trata de um ente de natureza contábil e financeira vinculado à Presidência da República, o art. 47 caracteriza o FS como um conjunto de ativos sob controle do Governo Federal sem personalidade jurídica própria.
<b>3. Regras de Entrada e de Retirada de Recursos</b> a. Entrada de recursos i. Direta	<b>Art. 49,</b> incisos I, II, III, IV, V, VI	Os incisos estabelecem o repasse automático das rendas petrolíferas especificadas para o FS, ou seja, o repasse não é um ato discricionário do Governo Federal.
<b>3. Regras de Entrada e de Retirada de Recursos</b> a. Retirada de recursos i. Regras objetivas	<b>Art. 47,</b> incisos I, II, III, IV, V, VI, VII. <b>Art. 51.</b> 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. <b>Art. 58,</b> § 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.	O art. 47 estabelece as áreas que receberão recursos do FS. A área da saúde não estava prevista no PL original, foi incluída pelo relator na Câmara dos Deputados, Dep. Antonio Palocci. O art., 58, § 3º dá as características dos projetos a serem beneficiados: metas, e prazo de execução, entre outras, o que não se coaduna com gastos correntes. No parecer do relator do PL 5940/2009 (BRASIL, 2009), explicita-se que o FS não deve ser utilizado em gastos correntes: “[...] mas é sempre oportuno lembrar que os



Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
		recursos do Fundo Social – finitos por definição –, e sujeitos às volatilidades naturais dos preços do petróleo, não devem financiar gastos correntes permanentes [...]” (BRASIL, 2010e, p. 4). O art. 51 estabelece a regra que define o limite quantitativo de recursos a serem repassados.
<p><b>4. Regras para Alocação de Recursos</b></p> <p>a. Exposição a classe de ativos</p> <p>b. Liquidez da carteira</p> <p>c. Concentração geográfica/moedas</p> <p>d. Concentração setorial</p> <p>e. Risco</p>	<p><b>Art. 50.</b> A política de investimentos do FS tem por objetivo buscar a rentabilidade, a segurança e a liquidez de suas aplicações e assegurar sua sustentabilidade econômica e financeira para o cumprimento das finalidades definidas nos arts. 47 e 48.</p> <p>Parágrafo único. Os investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior, com a finalidade de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional.</p> <p><b>Art. 53.</b> Cabe ao CGFFS definir:</p> <p>I - o montante a ser resgatado anualmente do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;</p> <p>II - a rentabilidade mínima esperada;</p> <p>III - o 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;</p> <p>IV - os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior e no País;</p> <p>V - a capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.</p> <p><b>Art. 57.</b> O estatuto do fundo de investimento definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial de investimentos.</p>	<p>O p.u. do art. 50 define que os investimentos do FS serão feitos preferencialmente no exterior, o que é correto quando se pretende evitar a “doença holandesa”. Quanto às regras para alocação de recursos, o art. 53 estabelece apenas que serão de responsabilidade do Comitê Gestor, ou seja, elas serão determinadas via decreto ou regulamento, o que é sensato tendo em vista que esses parâmetros precisam ser consistentes com o cenário econômico mundial e, portanto, deve haver certa flexibilidade para alterá-los, o que seria mais difícil por meio do processo legislativo. Mas seria importante que o legislativo participasse da formulação dos parâmetros gerais da política de investimento.</p> <p>No art. 57, determina-se que as regras para alocação de recursos do fundo de investimento específico do qual a União participará como cotista única com recursos do FS serão definidas por regulamento.</p>
<p><b>5. Políticas de Parcerias com Outras Instituições Financeiras</b></p>		<p>A Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) é omissa com relação a esse aspecto. Deverá ser normatizado por decreto ou regulamento. Vale aqui o que foi mencionado no comentário do marco 4.</p>
<p><b>6. Metas do Gestor</b></p> <p>a. Definição de metas</p>		<p>A Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) é omissa com relação a esse aspecto. Deverá ser normatizado por</p>

Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
i. Rentabilidade absoluta ii. Benchmarks externos iii. Benchmarks internos b. Abordagem do gestor i. Gestão ativa ii. Gestão passiva		decreto ou regulamento. Vale aqui o que foi mencionado no comentário do marco 4.
<b>7. Modelos de Remuneração do Gestor</b> a. Fixo b. Variável c. Misto		A Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) é omissa com relação a esse aspecto. Deverá ser normatizado por decreto ou regulamento. Vale aqui o que foi mencionado no comentário do marco 4.
<b>8. Mecanismos de governança, Controle e Supervisão</b> a. Funções e responsabilidades dos agentes institucionais (governo, órgão diretor e gestor) b. Mecanismos de controle interno c. Transparência com a sociedade	<p><b>Art. 52.</b> A política de investimentos do FS será definida pelo Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social - CGFFS.</p> <p>§ 1º O CGFFS terá sua composição e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo, assegurada a participação do Ministro de Estado da Fazenda, do Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Presidente do Banco Central do Brasil.</p> <p>§ 2º Aos membros do CGFFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p> <p>§ 3º As despesas relativas à operacionalização do CGFFS serão custeadas pelo FS.</p> <p><b>Art. 58.</b> 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.</p> <p>§ 1º A composição, as competências e o funcionamento do CDFS serão estabelecidos em ato do Poder Executivo.</p> <p>§ 2º Aos membros do CDFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p> <p>§ 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.</p> <p>§ 4º O CDFS deverá submeter os programas e projetos a criteriosa avaliação quantitativa e qualitativa durante todas as fases de execução, monitorando os impactos efetivos sobre a população e nas regiões de intervenção, com o apoio de instituições públicas e universitárias de pesquisa.</p> <p>§ 5º Os recursos do FS destinados aos programas e projetos de que trata o art. 47 devem observar critérios de redução das desigualdades regionais.</p> <p><b>Art. 59.</b> As demonstrações contábeis e os resultados</p>	São três os níveis de estrutura de governança dos FSRs apontados pelos “Princípios de Santiago”: i) o proprietário, que é a União; ii) o órgão diretor, indicado pelo proprietário; responsáveis legais pelo fundo; e iii) os gestores, que vão concretizar a política de investimentos. No caso do FS, de acordo com o art. 52, o órgão diretor, o CGFFS, será indicado pelo Poder Executivo, e nele têm presença assegurada o Ministro de Estado da Fazenda, o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. O art. 58 determina a criação do CDFS, que será apenas um órgão consultivo. No PL 5.940/2009 (BRASIL, 2009b), havia previsão de participação da sociedade civil no CDFS. “§ 1º O CDFS contará com a participação de representantes da sociedade civil e da administração pública federal e terá sua composição, competência e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo.” Entretanto essa disposição não consta da redação final da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a).

Marco Analítico	Lei nº 12.351/2010	Comentários
	<p>das aplicações do FS serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei nº 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.</p> <p>Parágrafo único. Ato do Poder Executivo definirá as regras de supervisão do FS, sem prejuízo da fiscalização dos entes competentes.</p> <p><b>Art. 60.</b> O Poder Executivo encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho do FS, conforme disposto em regulamento do Fundo.</p>	<p>O art. 58, §4º prevê o monitoramento dos programas executados com recursos do fundo. Ainda como monitoramento do FS haverá demonstrações contábeis semestrais (art. 59, caput), outras formas de supervisão a serem definidas pelo Poder executivo (art. 59, p.u.) e demonstrativos contábeis do fundo de investimento específico (art. 56, §6º)</p> <p>Em termos de divulgação de informações estão previstos relatórios trimestrais a serem enviados ao Congresso Nacional.</p>
<p><b>9. Alternativas Operacionais</b> a. Terceirização da gestão do fundo</p>	<p><b>Art. 54.</b> A União, a critério do CGFFS, poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FS, as quais farão jus à remuneração pelos serviços prestados.</p> <p><b>Art. 55.</b> A União poderá participar, com recursos do FS, como cotista única, de fundo de investimento específico.</p> <p>Parágrafo único. O fundo de investimento específico de que trata este artigo deve ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.</p> <p><b>Art. 56.</b> O fundo de investimento de que trata o art. 55 deverá ter natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e do administrador, sujeitando-se a direitos e obrigações próprias.</p> <p>§ 1º A integralização das cotas do fundo de investimento será autorizada em ato do Poder Executivo, ouvido o CGFFS.</p> <p>§ 2º O fundo de investimento terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior.</p> <p>§ 3º O fundo de investimento responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, ficando o cotista obrigado somente pela integralização das cotas que subscrever.</p> <p>§ 4º A dissolução do fundo de investimento dar-se-á na forma de seu estatuto, e seus recursos retornarão ao FS.</p> <p>§ 5º Sobre as operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de investimento não incidirá qualquer imposto ou contribuição social de competência da União.</p> <p>§ 6º O fundo de investimento deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido no seu estatuto.</p>	<p>A gestão do FS, o 3º nível de governança dos “Princípios de Santiago” poderá ficar a cargo de instituições financeiras federais, ou seja, é possível que ocorra a terceirização da gestão. A operacionalização dos investimentos pode se dar por meio de um fundo específico de investimento, do qual a União será cotista única.</p>

Embora os regulamentos referentes ao Capítulo VII, da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a) ainda não tenham sido publicados, é possível tentar prever como será essa normatização, tomando por base o Fundo Soberano do Brasil – FSB, criado pela Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a) <sup>74</sup>. O FSB guarda muitos aspectos em comum com o FS e já teve sua regulamentação publicada no Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a) e em outros atos normativos.

### 4.3. Fundo Soberano do Brasil

O Poder Executivo enviou ao Congresso Nacional o PL nº 3.674/2008 (BRASIL, 2008c), que trata da criação do FSB e dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações, entre outras providências. Na Exposição de Motivos, o Ministro da Fazenda relata as preocupações do Governo com as consequências negativas decorrentes do acúmulo de reservas internacionais, “principalmente no que diz respeito aos efeitos sobre as taxas de câmbio e a competitividade internacional.” Ainda na Exposição de Motivos, o Ministro da Fazenda assevera que:

[...] a atual situação externa brasileira permite afirmar que parte do volume de divisas na economia poderia ser eficientemente canalizada para a aplicação em ativos no exterior bem como no fomento a investimentos estratégicos no exterior prestando, assim, maiores serviços aos interesses nacionais. (BRASIL, 2008e)

Tendo em vista o contexto apresentado, é feita a proposta de criação do FSB, um fundo especial de natureza contábil e financeira, diretamente vinculado ao Ministério da Fazenda, com os seguintes propósitos: i) formar poupança pública; ii) mitigar os efeitos dos ciclos econômicos; iii) promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior; e (iv) fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

Apesar das controvérsias <sup>75</sup>, o PL nº 3.674/2008 (BRASIL, 2008c) foi aprovado na forma da Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a). O FSB foi capitalizado com a emissão de

---

<sup>74</sup> A Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a) e apresentada no Anexo 3 deste trabalho. Essa Lei sofreu alterações por intermédio da Lei 12.409/2011 (BRASIL, 2011b) em 25/05/2011.

<sup>75</sup> A criação do FSB foi controversa, questionou-se principalmente se o Brasil possuía as condições para ter um FSR. Os países que constituíram FSRs possuíam superávit na conta-corrente ou superávit fiscal. Mas, o excesso de divisas externas do Brasil, além de não ser

títulos do Tesouro Nacional <sup>76</sup>. O valor recebido, totalizando mais de R\$ 14 bilhões, foi utilizado para integralizar as cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE), fundo do qual a União é cotista exclusiva e cuja administradora pertence ao Banco do Brasil (Secretaria do Tesouro Nacional – STN, 2011a).

Os três níveis de estrutura de governança do FSB são: i) a União, como a proprietária, de acordo com a Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a); ii) o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB, integrado pelo Ministro de Estado da Fazenda, que o preside, o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão, e o Presidente do Banco Central do Brasil, como o administrador, de acordo com o Decreto nº 7.113/2010 (BRASIL, 2010b); iii) a STN, por meio da Coordenação-Geral de Gestão do Fundo Soberano do Brasil <sup>77</sup>, da Subsecretaria de Planejamento e Estatísticas Fiscais, como a gestora, de acordo com o Decreto nº 7.482/2011 (BRASIL, 2011a).

Embora haja previsão legal da possibilidade <sup>78</sup>, ainda não foi contratada nenhuma instituição financeira para atuar como agente operador do FSB. O Banco do Brasil, por meio da corretora Banco do Brasil Gestão de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. – BBDTVM, é somente o administrador do FFIE, que é um fundo que possui natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e está sujeito a direitos e obrigações próprias. Entretanto, como todos os recursos do FSB estão aplicados no FFIE, na prática, a BBDTVM é a gestora do FSB <sup>79</sup>.

Os parâmetros de rentabilidade e risco para os investimentos do FSB são dispostos no art. 3º, do Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a):

---

em termos relativos tão significativo quando comparado aos países que constituíram FSRs, não deriva do saldo positivo da conta-corrente, mas de investimentos estrangeiros, que podem vir a ser retirados,. Já o superávit fiscal do Brasil é apenas primário, sendo consumido no pagamento dos juros da dívida pública. (BELLO, 2008; GARCIA, 2008)

O Balanço de Pagamentos (BP) é estruturado em dois grandes grupos de contas: i) a conta-corrente, que agrega a balança comercial, a balança de serviços e rendas e as transferências unilaterais correntes líquidas; e ii) a conta capital e financeira, que agrega os investimentos diretos e em carteira de estrangeiros no País e de brasileiros no exterior, além de operações com derivativos e outros investimentos. A soma dos resultados das contas corrente e capital e financeira constitui o resultado global do BP que, por definição, é igual à variação das reservas internacionais no conceito liquidez internacional. (BCB, 2006, p. 7).

<sup>76</sup> Decreto nº 6.713/2008 (BRASIL, 2008b).

<sup>77</sup> “O Fundo Soberano do Brasil não possui quadro próprio. A Coordenação-Geral de Gestão do Fundo Soberano do Brasil, pertencente à Secretaria do Tesouro Nacional, possuía, em dezembro de 2010, seis analistas de finanças e controle e um servidor cedido do Banco Central do Brasil. Além disso, a coordenação contava com duas recepcionistas e um estagiário.” (STN, 2011b, p. 12)

<sup>78</sup> Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a), art. 6º, § 2º.

<sup>79</sup> Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a), art. 7º, caput e § 1º.

Art. 3º As aplicações do FSB deverão atender às suas finalidades, previstas no art. 1º da Lei nº 11.887, de 2008, observado o seguinte:

I - as aplicações em ativos financeiros no exterior deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa Libor (London Interbank Offered Rate) de seis meses;

II - as aplicações em ativos financeiros no Brasil deverão ter rentabilidade mínima equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, fixada pelo Conselho Monetário Nacional; e

III - as aplicações do FSB serão realizadas em instrumentos financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de risco.

O inciso I, art. 3º, do Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a), repete a disposição do § 3º, art. 2º, da Lei 11.887/2008 (BRASIL, 2008a).

O regulamento do FFIE traz mais detalhes sobre os investimentos, estabelecendo:

1. Limites de composição da carteira, em termos percentuais:
  - a. Por classe de ativo (títulos públicos, títulos de renda fixa, ações, etc.);
  - b. Por localização (Brasil ou exterior);
  - c. De alocação por emissor (o percentual do valor total da carteira que pode ser investido em um determinado tipo de emissor, como governo, empresa, banco, etc.);
  - d. De concentração por emissor (percentual do valor total emitido por um emissor que o FFIE possui em carteira, por exemplo, porcentagem do capital votante de uma empresa de capital aberto);
  - e. De concentração por investimento (percentual da carteira em um único investimento, por exemplo, ações de uma dada empresa de capital aberto).
2. Permissão para o uso de derivativos apenas como proteção de posição nos mercados à vista.
3. Remuneração da Administradora (0,05% a.a. do patrimônio líquido do FFIE) <sup>80</sup>.
4. Regras de divulgação de informações. (BBDTVM, 2010)

O FSB passa pelos seguintes monitoramentos:

- a) As informações sobre rentabilidade do FSB, inclusive com informações do FFIE, são encaminhadas ao Congresso Nacional trimestralmente;
- b) Os resultados das aplicações do FSB, inclusive o valor das cotas do FFIE, são elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade, conforme determina o art. 9º da Lei nº 11.887, de 2008;
- c) Está prevista no art. 23, alínea “d” do Regulamento do FFIE, a contratação de auditoria independente para auditar as contas do FFIE;
- d) Todas as informações do FFIE estão disponíveis ao público para consulta na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. (STN, 2011a)

<sup>80</sup> Se considerarmos que a BBDTVM é a gestora de fato do FSB, a remuneração do gestor, que corresponde ao item 7 do marco analítico, é variável.

Fica patente da leitura dos instrumentos normativos referentes ao FSB que o Poder Executivo tem exclusividade nos processos de tomada de decisão que envolvam a administração e a gestão do fundo, devendo apenas informar ao Legislativo o resultado daquilo que foi realizado. A normatização do FSB faz menção a mecanismos de transparência, com a previsão de divulgação de relatórios periódicos e de contratação de auditoria externa, esta ainda não concretizada, mas não há nenhuma definição específica quanto à prestação de contas dos administradores e dos gestores.

Os parâmetros para os investimentos são definidos exclusivamente pelo Poder Executivo e de uma forma em que não é possível aferir o real cumprimento deles. Por exemplo, os incisos I e II, do art. 3º, do Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a), não fixam o período de tempo a ser utilizado para medir a rentabilidade, o que os tornam simplesmente inócuos. Além disso, não existe nenhuma previsão legal ou regulamentar de como agir no caso do não cumprimento dos parâmetros estabelecidos.

Os parâmetros referentes aos investimentos, definidos quantitativamente pelo Poder Executivo, são alterados discricionariamente por esse Poder, de uma forma nem sempre tecnicamente defensável. Por exemplo, os limites de composição da carteira do FFIE foram alterados de tal maneira, permitindo-se que ações de emissão de companhias abertas em que a União detenha a maioria das ações ordinárias componham de 0 a 100% da carteira, que perderam a razão de ser.

A consulta à carteira do FFIE, disponível na página eletrônica da CVM (2011), indica que 74% do patrimônio líquido do fundo é composto por ações da Petrobras<sup>81</sup>. É quase intuitiva a compreensão de que tamanha concentração dos ativos em ações, uma aplicação naturalmente volátil, com a agravante de serem de uma única empresa, aumenta à exposição ao risco. A diversificação da carteira de investimentos objetiva justamente evitar que a oscilação de um único ativo coloque em risco todo o patrimônio. Num momento como o atual, em que o mercado acionário está em baixa, o resultado previsível é prejuízo: -1,92 %, em doze meses, e -9,92 %, em seis meses (STN, 2011a).

---

<sup>81</sup> Quando da compra, as ações da Petrobras representavam 80% do patrimônio líquido do FFIE, mas, devido à queda da cotação, esse percentual diminuiu.

Não fica claro se a compra das ações da Petrobras, que exigiu alterações não só do regulamento do FFIE, mas também da legislação federal <sup>82</sup>, constituiu um investimento voltado para os propósitos do FSB ou voltado para outros propósitos do Governo Federal, como dar liquidez à Caixa Econômica Federal, a vendedora de parte das ações, por meio de uma operação triangular envolvendo o FSB. Ainda sobre ações da Petrobras, o BNDES cedeu ao FFIE o direito de preferência na subscrição de suas ações da empresa por ocasião do processo de capitalização da Petrobras que objetivava atender à demanda de recursos necessários para a exploração do pré-sal. Após essas duas operações, o FSB passou a deter 4,5 % (!) do capital social da Petrobras (STN, 2011b, p. 16).

O fundo possui também 10,4 % de seu patrimônio líquido em ações do Banco do Brasil (CVM, 2011), proprietário da corretora que administra o FFIE, um caso típico de conflito de interesses. Nessa operação, o FFIE subscreveu as ações em oferta pública de distribuição primária de ações. Aqui também parece que o FFIE foi mais uma vez um instrumento, desta feita para capitalizar o Banco do Brasil sem que houvesse diminuição da participação acionária governamental.

O restante do patrimônio do FFIE está investido em Notas do Tesouro Nacional (NTN) e Letras Financeiras do Tesouro (LFT). O FSB, capitalizado com a venda de títulos do Tesouro Nacional, compra títulos do Tesouro Nacional.

Embora seja correto que aspectos relativos à política de investimentos sejam tratados por regulamento devido à dinâmica acelerada dos mercados, é necessário que o Executivo preste contas da política de investimentos adotada. Entretanto, a atividade de prestação de contas ao Poder Legislativo, que detém o poder-dever constitucional de fiscalizar o Poder Executivo, é quase uma formalidade, onde são enviados os resultados financeiros e

---

<sup>82</sup> “A Medida Provisória nº 500/2010 (BRASIL, 2008c), posteriormente transformada na Lei nº 12.380/2011 (BRASIL, 2011d), autorizou a União, por meio de ato do Poder Executivo, e as entidades da administração pública federal indireta a contratar, reciprocamente ou com fundo privado do qual o Tesouro Nacional seja cotista único a aquisição, alienação, permuta e cessão de ações, inclusive seus respectivos direitos econômicos, representativas do capital social de empresas nas quais participe minoritariamente ou aquelas excedentes ao necessário para manutenção do controle acionário em sociedades de economia mista federais. O Decreto nº 7.295/2010 em seu artigo 2º autorizou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social S.A. - BNDES e a Caixa Econômica Federal - CEF a alienar ou permutar até 217.395.982 ações ordinárias, emitidas pela Petrobras, para o FFIE.”

“Em setembro de 2010, por meio da assembléia geral do FFIE foi incluída em seu regulamento a possibilidade de aplicação em até 100% de ações emitidas por companhias abertas no qual a União detenha a maioria das ações ordinárias.” (STN, 2011b, p. 15)

Ainda assim, o regulamento do FFIE foi desobedecido no que concerne aos limites de alocação por emissor e de concentração por emissor.



contábeis do fundo, sem maiores debates sobre se os investimentos realizados são os melhores tendo em vista os objetivos do fundo.

Sem entrar no mérito se o Brasil reunia as condições para ter constituído um fundo soberano, o certo é que a atuação do FSB não está de acordo com os propósitos para os quais foi criado. O FSB não investiu nenhum recurso em moeda estrangeira ou em ativos no exterior <sup>83</sup>, portanto, não houve nenhum efeito “sobre as taxas de câmbio e a competitividade internacional”, males que preocupavam o Ministro da Fazenda. Ao que parece, o FFIE atendeu apenas à política do Governo Federal de aumentar a presença do Estado na economia. Se essa política é correta, ou não, é uma questão que foge ao escopo deste trabalho, o que se depreende do caso é que o Governo alterou os rumos do FSB de acordo com seus interesses políticos. O FSB, constituído como fundo soberano, transformou-se em fundo multimercado.

Não deixa de ser assustador que R\$ 14 bilhões do dinheiro público, quantia equivalente ao orçamento de 2011 do Programa Bolsa Família, possam ser investidos pelo Governo Federal segundo políticas de investimento arriscadas, gerando prejuízos vultosos, sem nenhuma reação consistente dos órgãos de controle, da mídia <sup>84</sup> e da sociedade civil. Note-se que nada foi feito clandestinamente. Pelo contrário, uma lei federal foi aprovada no Congresso Nacional para permitir a operação, cujos detalhes, incluindo o prejuízo bilionário, constam dos relatórios enviados pelo FSB ao Congresso Nacional, disponíveis na internet.

Com o propósito de avaliar de forma mais objetiva e sistemática a governança do FSB, foi aplicado o método desenvolvido pela organização *Peterson Institute for International Economics*. O resultado é apresentado na Tabela 6.

---

<sup>83</sup> Como foi visto no primeiro capítulo, uma das características dos FSRs é justamente a realização de investimentos em moeda estrangeira ou em ativos fora do país de origem.

<sup>84</sup> Na pesquisa sobre o tema, apenas uma notícia foi encontrada, assinada pelo economista Alexandre Marinis, no jornal Valor Econômico (MARINIS, 2011).

**Tabela 6** – Avaliação da Governança do FSB Utilizando a Metodologia Desenvolvida pela organização *Peterson Institute for International Economics*

Quesitos	Pontuação	Comentários
<b>Total</b>	<b>19,5/33 → 59 %</b>	Com essa pontuação, o FSB ficaria no terceiro quartil entre os fundos apresentados na Figura 3, um resultado de mediano para ruim.
<b>Estrutura:</b>	<b>4,5/8 → 56 %</b>	
1. Os objetivos do FSR são claramente anunciados?	0	Não, embora os objetivos do FSB tenham sido informados na Exposição de Motivos e no art. 1º, da Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a), na prática, eles foram alterados sem maiores esclarecimentos.
Tratamento Fiscal:		
2. A fonte de recursos do FSR é claramente especificada?	1	Sim, no art. 4º, da Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a).
3. A natureza do uso subsequente do principal e dos rendimentos está definida de forma clara?	0,5	Mais ou menos, no art. 2º, da Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a) e no Regulamento do FFIE há extensa normatização sobre esse aspecto, mas ela, na prática, não foi fielmente seguida.
4. Esses elementos do tratamento fiscal estão integrados com o orçamento?	1	Sim, no art. 5º, da Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a).
5. As diretrizes para o tratamento fiscal são geralmente seguidas sem ajustes freqüentes?	1	Sim, a princípio, trata-se de um fundo novo, o período de avaliação é relativamente pequeno. De qualquer forma, não houve alterações do tratamento fiscal.
Outros Elementos Estruturais:		
6. A estratégia geral de investimento é claramente comunicada?	0	Não, apenas são informados os investimentos realizados.
7. O procedimento para mudança de estrutura do FSR é claro?	0	Não, na legislação não há referência específica a esse aspecto.
8. O FSR é separado das reservas internacionais do país?	1	Sim, vide Exposição de Motivos e Lei nº 11.887/2008 (BRASIL, 2008a).
<b>Governança:</b>	<b>1/5 → 20 %</b>	
9. O papel do governo na definição da estratégia de investimento do FSR é claramente estabelecido?	1	Sim, no art. 3º, do Decreto nº 7.113/2010 (BRASIL, 2010b)
10. O papel dos gestores na execução da estratégia de investimento é claramente estabelecido?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
11. As decisões sobre um investimento específico são tomadas pelos gestores?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
12. O FSR possui em local acessível as diretrizes de governança corporativa que segue?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
13. O FSR possui diretrizes éticas que segue?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.

Quesitos	Pontuação	Comentários
<b>Transparência e Prestação de Contas:</b>	<b>10/14 → 71 %</b>	
14. Os relatórios regulares de investimento do FSR incluem as categorias de ativos?	1	Sim, na página da internet da CVM é possível obter os detalhes dos ativos do FFIE, onde estão aplicados todos os recursos do FSB.
15. A estratégia usa <i>benchmarks</i> ?	0	Não, embora existam <i>benchmarks</i> - incisos I, II, art. 3º, Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a) - tudo indica que eles não são utilizados para guiar a estratégia de investimento, mas apenas para avaliação <i>a posteriori</i> dos investimentos realizados. Além disso, como já foi comentado, não há um período de tempo determinado no qual se aplicaria a verificação da rentabilidade segundo <i>benchmarks</i> , o que praticamente lhes retira a utilidade.
16. A estratégia limita os investimentos com base em classificação de risco?	1	Sim, no inciso III, art. 3º, Decreto nº 7.055/2009 (BRASIL, 2009a), exige-se grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de risco.
17. Os detentores de mandato para realizar os investimentos estão identificados?	1	Sim, embora não seja o caso, isso seria necessário pela Legislação brasileira.
Atividades de Investimento:		
18. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem o tamanho do fundo?	1	Sim, os diversos relatórios sobre o FFIE e o FSB trazem essa informação.
19. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre o retorno?	1	Sim, os diversos relatórios sobre o FFIE e o FSB trazem essa informação.
20. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre a localização geográfica dos investimentos?	1	Sim, os diversos relatórios sobre o FFIE e o FSB trazem essa informação.
21. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações individualizadas sobre os investimentos?	1	Sim, os diversos relatórios sobre o FFIE e o FSB trazem essa informação.
22. Os relatórios regulares dos investimentos do FSR incluem informações sobre as moedas que compõem os investimentos?	1	Sim, os diversos relatórios sobre o FFIE e o FSB trazem essa informação.
Relatórios		
23. O FSR disponibiliza pelo menos um relatório anual sobre suas atividades e resultados?	1	Sim, vide Relatório de Gestão do Exercício de 2010 (STN, 2011b).
24. O FSR disponibiliza relatórios trimestrais?	1	Sim, estão disponíveis na página do fundo na internet.
Auditorias		
25. O FSR é submetido a uma auditoria anual regular?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
26. A auditoria é publicada prontamente?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.

<b>Quesitos</b>	<b>Pontuação</b>	<b>Comentários</b>
27. A auditoria é independente?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
<b>Comportamento:</b>	<b>4/6 → 66 %</b>	
28. O FSR indica a natureza e a velocidade do ajuste de sua carteira?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
29. O FSR possui limites de concentração por emissor?	1	Sim, 25% de acordo com o Regulamento do FFIE (STN, 2011c).
30. O FSR não assume o controle acionário?	1	Sim, de acordo com o Regulamento do FFIE, a participação é de até 25% do capital votante de uma mesma companhia aberta (STN, 2011c)
31. O FSR possui uma política para o uso de alavancagem?	0	Não, tal informação não está disponibilizada.
32. O FSR possui uma política para o uso de derivativos?	1	Sim, no Parágrafo 15º do Regulamento do FFIE (STN, 2011c, p. 4)
33. Os derivativos são usados primariamente para proteção?	1	Sim, no Parágrafo 15º do Regulamento do FFIE (STN, 2011c, p. 4)

Analisando a Tabela 6, é possível determinar quais são os pontos fortes e os pontos fracos da governança do FSB. As conclusões são apresentadas na Tabela 7.

**Tabela 7 – Pontos Fortes e Pontos Fracos da Governança do FSB**

<b>Quesito</b>	<b>Pontos Fortes</b>	<b>Pontos Fracos</b>
<b>Estrutura</b>	Em consonância com o Princípio da Legalidade aplicado à Administração Pública, houve o esforço de consolidar o arcabouço legal do FSB.	A normatização dá poder excessivo ao Executivo na administração do FSB.
<b>Governança</b>		Não há, na prática, separação clara entre as atuações dos três níveis de governança: proprietário, administração e gestão, o que resulta em interferência direta do Governo Federal nas decisões de investimento dos gestores.
<b>Transparência e Prestação de Contas</b>	A atuação e a posição dos ativos do FSB são muito bem documentadas.	Não há auditoria externa independente.
<b>Comportamento</b>	O FSB procura estabelecer parâmetros objetivos e bem quantificados para seus investimentos.	As estratégias de investimento não são claramente divulgadas e entram em choque com os parâmetros estabelecidos.

Ao avaliar a governança do FSB pode se concluir que o aspecto mais crítico é o poder excessivo dado ao Executivo, comprometendo a gestão do fundo e a prestação de contas. A semelhança entre as leis que criaram o FSB e o FS gera razoável expectativa de que também no FS o Executivo terá poder excessivo.

Com o intuito de buscar no cenário internacional experiências bem sucedidas de governança, analisou-se o FSR da Noruega, *Government Pension Fund – Global*, doravante tratado como Fundo de Pensão Estatal – Global, FPE-G, por ser aquele que obteve maior pontuação na avaliação da organização *Peterson Institute for International Economics* e por ser um FSR do tipo commodity cujos recursos provém da exploração de petróleo e gás natural, tal como o FS.

#### 4.4. Fundo de Pensão Estatal - Global

No fim da década de 1960, foram descobertas reservas significativas de petróleo e gás natural no Mar do Norte. A produção nessa região foi estimulada pelos choques do petróleo, em 1973 e 1979, e pela permanente instabilidade política no Oriente Médio, principal região exportadora de petróleo. Na Noruega, a produção de petróleo cresceu rapidamente, atingindo 1 milhão de barris por dia (bbl/dia)<sup>85</sup> em 1987 (BACON; TORDO, 2006, p. 55) e 3,3 milhões bbl/dia em 2000 (AIE, 2008, p. 267). Entretanto, na década de 2000, a produção dos campos petrolíferos noruegueses, já maduros, entrou em declínio. Em 2007, a produção reduziu-se a 2,6 milhões bbl/dia (AIE, 2008, p. 267)<sup>86</sup>.

Como a população de Noruega é relativamente pequena, não atinge cinco milhões de habitantes, o consumo de petróleo no país é limitado, o que transformou a Noruega em grande exportador de petróleo (BACON; TORDO, 2006, p. 55). A renda auferida trouxe o temor de que se manifestasse a “doença holandesa” na Noruega. A solução encontrada para o problema foi a criação, em 1990, de um fundo soberano, de nome *Government Petroleum Fund*, que garantisse o uso a longo prazo das rendas petrolíferas, administrasse a receita líquida governamental proveniente do petróleo e transferisse dinheiro para cobrir o déficit fiscal. A lei de criação do fundo soberano norueguês é apresentada a seguir:

---

<sup>85</sup> O barril de petróleo é uma unidade de medida de volume utilizada para quantificar a produção de petróleo, corresponde a aproximadamente 159 litros.

<sup>86</sup> No Brasil, a produção de petróleo e óleo de xisto atingiu 2,2 milhões bbl/dia em 2010. (EPE, 2011, p.17).

§1°. Esta lei regulará a implantação e o investimento de um fundo destinado a salvaguardar interesses de longo prazo através da utilização de receitas petrolíferas.

§2°. Os rendimentos do Fundo consistem no fluxo de caixa das atividades de petróleo, que é transferido do orçamento do governo central, o retorno sobre o capital do Fundo e transações financeiras líquidas associadas com atividades petrolíferas.

O fluxo de caixa é a soma das receitas fiscais totais e de royalties decorrentes das atividades petrolíferas recolhidos nos termos da Lei n.º 35 de 13 de Junho de 1975 relativa à tributação dos Recursos Marítimos de Petróleo e da Lei n.º 11 de 22 de Março de 1985, relativa às Atividades Petrolíferas

87

§3°. O capital do Fundo só pode ser utilizado para transferências para o orçamento do governo central em conformidade com uma resolução do Storting (Parlamento Norueguês). O capital do Fundo não pode ser utilizado de qualquer outra forma, nem pode ser usado para fornecer crédito ao governo central ou a entidades do setor privado.

§4°. O capital do Fundo será investido da mesma maneira que outros ativos do governo central.

§5°. O Fundo não pode contrair empréstimos. O Fundo em si não tem direitos ou obrigações vis-à-vis entidades do setor privado ou autoridades públicas. O Fundo não pode ser submetido a processo judicial e não pode postular em juízo.

§6°. O Ministério das Finanças deve gerir o Fundo.

§7°. O Rei pode emitir disposições para complementar esta Lei e relativas à sua implementação, incluindo disposições relativas à criação do Fundo, a sua gestão, etc.

§8°. Esta Lei entra em vigor na data decidida pelo Rei (BACON; TORDO, 2006).

A lei norueguesa é bem mais sucinta do que as suas congêneres brasileiras, as Leis n.º 11.887/2008 (BRASIL, 2008a) e n.º 12.351/2010 (BRASIL, 2010a), mas na essência são muito semelhantes. Uma comparação atenta permite que os artigos da lei norueguesa sejam “reconhecidos” nas leis brasileiras. Posteriormente, a regulamentação do fundo soberano norueguês detalhou os procedimentos de administração e de gestão, sob responsabilidade do Ministério das Finanças e do Banco Central, respectivamente.

Em 2006, houve o rearranjo nos fundos estatais da Noruega, criou-se um novo fundo, *Government Pension Fund* constituído por duas divisões, *Government Pension Fund – Global-* (FPE-G), sucessor do fundo soberano *Government Petroleum Fund*, e *Government Pension Fund – Norway*, sucessor do fundo de pensão estatal *National Insurance Scheme Fund* (NORUEGA, 2011a). O FPE-G será o fundo aqui analisado.

Os arranjos institucionais do FPE-G e do FS são muito parecidos. Ambos são fundos soberanos do tipo *commodity*, com receitas originárias da renda petrolífera, com as funções de estabilização e poupança (o FPE-G não tem o objetivo “desenvolvimento”), foram criados por lei, não têm personalidade jurídica própria e a entrada de recursos é vinculada.

<sup>87</sup> No art. 2º, estão detalhadas, em itens, as receitas e as despesas relacionadas à atividade petrolífera que devem ser consideradas para cálculo dos recursos a serem transferidos para o GPF. Essa informação está disponível em Bacon e Tordo (2006)

A retirada de recursos no FPE-G pode ser utilizada para cobrir o déficit fiscal em até 4% do valor de seu patrimônio líquido (BNDES, 2009, p. 45), seria, portanto, do tipo “limitações a gastos correntes com limitação específica”, diferentemente do FS, onde a retirada segue regras objetivas. Como a retirada de recursos do FPE-G é utilizada para cobrir o déficit fiscal, o Parlamento norueguês, ao definir o orçamento, controla indiretamente a retirada de recursos do FPE-G.

Os três níveis de governança do FPE-G são: o Parlamento, como “proprietário”, o Ministério das Finanças, como administrador, e o Banco Central, como gestor. Nesse aspecto, se considerarmos que a Noruega é uma monarquia parlamentarista, os níveis de governança do FPE-G e do FS são análogos.

Contudo, considerando a experiência do FSB, as práticas de governança do FPE-G e do FS tendem a ser significativamente diferentes, principalmente no que se refere ao compromisso ético dos investimentos e aos processos de administração e de gestão.

Em 2004, foram estabelecidas diretrizes de cunho ético para o FPE-G, que aderiu ao ISR e ao desenvolvimento sustentável segundo a tripla linha básica. As diretrizes éticas são baseadas em dois princípios:

1 - O FPE-G é um instrumento para assegurar que uma parte razoável da riqueza petrolífera do país beneficie as gerações futuras. A riqueza financeira deve ser gerida com o objetivo de gerar um retorno sólido, a longo prazo, resultante do desenvolvimento sustentável nos sentidos econômico, ambiental e social. Os interesses financeiros do Fundo devem ser consolidados por meio do uso dos direitos de propriedade do Fundo na promoção do desenvolvimento sustentável.

2 - O FPE-G não deve fazer investimentos que impliquem em um risco inaceitável de que o Fundo esteja contribuindo para ações ou omissões antiéticas, como violações de princípios humanitários fundamentais, violações graves dos direitos humanos, corrupção grave ou degradação ambiental severa. (BACON; TORDO, 2006, p. 173)

Os mecanismos utilizados pelo FPE-G para implementar suas diretrizes éticas são os usuais do ISR: a exclusão, do universo de possíveis investimentos, das empresas que não atendam determinados critérios ou o uso dos instrumentos de acionista para pressionar as empresas a agirem de forma socialmente responsável. A exclusão pode atingir setores econômicos, como a indústria do cigarro e indústrias de armas cujo uso normal viola

princípios humanitários fundamentais ou que vendam para países com restrições, ou empresas específicas, quando se considera existir um considerável risco de contribuir para:

- a. Violação grave ou sistemática dos direitos humanos, como homicídio, tortura, privação de liberdade, trabalhos forçados, as piores formas de trabalho infantil e outras formas de exploração infantil;
- b. Graves violações dos direitos individuais em situações de guerra ou conflito;
- c. Degradação ambiental grave;
- d. Corrupção grave;
- e. Outras violações particularmente graves de normas éticas fundamentais. (BACON; TORDO, 2006, p. 173-174)

As diretrizes éticas são supervisionadas por um Conselho de Ética, que pode investigar empresas e recomendar a sua exclusão da carteira do FPE-G. Essa decisão, no entanto, cabe ao Ministro da Fazenda (NORUEGA, 2009b, p. 145).

As diretrizes éticas do FPE-G geraram preocupações e renderam críticas. Backer (2009b, p. 190) viu na ação do FPE-G uma maneira indireta, por meio da participação em mercados privados, de exercer a regulação. Uma forma de aplicar extraterritorialmente a legislação local, que não seria possível de fazer diretamente. A Noruega estaria indiretamente perseguindo suas políticas de Estado por meio do FPE-G. Os investimentos seriam claramente direcionados para projetar o poder político da Noruega e influir nas decisões políticas (BACKER, 2009b, p. 191).

As diferenças entre as práticas brasileiras e norueguesas nos processos de administração e de gestão dos fundos soberanos começam já na divisão de responsabilidades entre proprietário, administrador e gestor, que é bem clara no FPE-G, não só na lei, mas também na prática.

As linhas gerais de administração dos ativos que determinam o nível de risco devem ser aprovadas pelo Parlamento. Isso ocorre principalmente na deliberação anual sobre o relatório do FPE-G, quando o Parlamento tem oportunidade de discutir aspectos importantes do fundo em um contexto mais amplo. A partir das deliberações do Parlamento, o Ministério das Finanças traça o quadro geral para a gestão dos ativos, que vai sendo detalhada pelos vários níveis de decisão ao longo da cadeia de gestão. Para ajudar o Ministério das Finanças a



definir estratégias gerais de investimento, em 2005, foi instituído o Conselho Consultivo sobre Estratégia de Investimento (NORUEGA, 2011b).

Para maior controle, o Parlamento criou o Conselho de Supervisão, que tem responsabilidade geral de supervisionar as atividades do Banco Central, incluindo a gestão do FPE-G. O Conselho de Supervisão nomeia auditor externo ao Banco Central e exerce supervisão contínua por meio de uma secretaria. Além disso, foi implantado um sistema de revisões regulares e independentes das atividades do Banco Central para reforçar a função de supervisão do Conselho (NORUEGA, 2011b).

Com relação à transparência, o FPE-G destaca-se não apenas por produzir e divulgar periodicamente relatórios detalhados de sua atuação, incluindo a motivação de suas decisões, mas também por encomendar e publicar relatórios de auditores independentes e externos ao FPE-G (NORUEGA, 2011c).

É curioso que leis semelhantes, como as que criaram o FPE-G, na Noruega, e o FSB, no Brasil, tenham resultado em práticas de governança tão distintas. Na próxima seção, essa questão será tratada com mais detalhes.

#### **4.5. Discussão sobre os Fundos Soberanos Brasileiros**

Não seção anterior, foi vista a experiência bem sucedida do FPE-G. A partir de uma lei sucinta, com um mínimo de diretrizes básicas, o fundo soberano norueguês foi desenvolvendo práticas que o tornaram um paradigma de governança. Por outro lado, o FSB, estrutural e legalmente semelhante ao FPE-G, em que pese os aspectos positivos na transparência de suas ações, ficou aquém do desejável em matéria de governança.

Essa diferença de trajetórias dos fundos, brasileiro e norueguês, talvez seja atribuível às diferenças na cultura política, entendida como “o conjunto de atitudes, normas, crenças, mais ou menos largamente partilhadas pelos membros de uma determinada unidade social e tendo como objeto fenômenos políticos” (SANI, 2002, p. 306).

Ao analisar a governança do FS, é necessário considerar que ele está inserido na realidade social e política brasileira. A democracia no Brasil é recente, a nossa Constituição, apelidada por Ulysses Guimarães de Constituição Cidadã, recém completou vinte anos. Se, por um lado, é inegável que o Brasil vem alcançando vitórias significativas na construção do processo democrático, particularmente no que diz respeito à escolha de seus dirigentes <sup>88</sup>, por outro lado, há uma herança de quinhentos anos de submissão ou dependência do cidadão diante do Estado ou, pior, diante do Governo, a ser vencida. O caminho é árduo e tem suas dificuldades.

Há uma Constituição e há eleições livres em todos os níveis. Mas, seria isso suficiente para dizer que há democracia? Avritzer (1995) considera que falta ainda um fator importante a considerar: “a forma como os diferentes atores políticos incorporam a institucionalidade vigente”, pois há um “hiato entre a existência formal de instituições e a incorporação da democracia às práticas cotidianas dos agentes políticos”. Subsistiria ainda uma cultura política não-democrática entrelaçada com a institucionalidade democrática.

Ao estudar as transições democráticas, O’Donnel (1991) desenvolveu o conceito de “democracia delegativa”, aplicável às democracias que sucedem regimes autoritários, mas que não apresentam “avanços em direção a uma representatividade institucionalizada”. O autor ressalta as dificuldades da passagem de um regime ditatorial para um regime plenamente democrático. Essa passagem envolveria duas transições, a primeira do governo ditatorial para o governo democraticamente eleito, a segunda, mais complexa e demorada, de um governo democraticamente eleito para um regime democrático plenamente institucionalizado. O elemento decisivo para que a segunda transição chegue a bom termo é a construção bem sucedida de um conjunto de instituições democráticas que controlem o fluxo do poder político (O’DONNEL, 1991, p. 26). A democracia delegativa seria, portanto, uma das formas de fracasso da segunda transição <sup>89</sup>, onde se dá a substituição das intuições

---

<sup>88</sup> Nem sempre paramos para pensar o quanto é estranho à cultura política brasileira a aceitação tranquila por parte dos derrotados dos resultados das urnas. Mesmo nos poucos períodos em que os governantes brasileiros eram escolhidos por meio de eleições, mais ou menos democrática, era comum que os derrotados arregimentassem forças para tentar derrubar violentamente o governo eleito. Isso se deu tanto na República Velha quanto na redemocratização pós-1946. Felizmente, essa mentalidade golpista, se não foi totalmente banida do nosso cenário político, está em franca decadência.

<sup>89</sup> A outra forma seria o retorno do regime autoritário.

democráticas institucionalizadas pelo personalismo do líder eleito democraticamente, que é quem sabe o que e como deve ser feito <sup>90</sup>.

O'Donnell (1991, p. 32-33) também enfatizou um aspecto relevante das democracias delegativas que afeta diretamente a governança. Segundo o autor, toda representação envolve algum grau de delegação, a democracia representativa e a democracia delegativa não constituem pólos opostos, mas há um aspecto crucial que as distingue. A representação embute a idéia da prestação de contas: “[...] de algum modo o representante é considerado responsável pela maneira como age em nome daqueles por quem ele afirma ter o direito de falar.” Nas democracias consolidadas, exceto no período eleitoral, a prestação de contas ocorre menos “verticalmente”, isto é, em relação àqueles que elegeram o ocupante de um cargo público, e mais “horizontalmente”, em relação a outras instituições que tem competência para fiscalizar e eventualmente punir o representante que não cumprir com suas responsabilidades. A democracia delegativa gera pouca obrigatoriedade do Presidente de prestar contas horizontalmente e traz a aparente vantagem da rápida elaboração das políticas, entretanto cresce a possibilidade de serem cometidos erros grosseiros e a implementação das políticas torna-se incerta.

A democracia foi incorporada à prática dos nossos principais atores políticos? É possível reconhecer na democracia brasileira traços da democracia delegativa? São perguntas polêmicas e que não seriam adequadamente respondidas nas poucas páginas que restam para acabar este trabalho. Mas, considerando a experiência do FSB, é preciso agir com precaução.

A lei que criou o FPE-G, no caldo de cultura política norueguesa, levou ao estabelecimento do fundo soberano reconhecido internacionalmente como o de melhor governança. Uma lei semelhante, no caldo de cultura política brasileira, levou ao

---

<sup>90</sup> “As democracias delegativas se fundamentam em uma premissa básica: o (ou, eventualmente, a, isto é, Corazón Aquino, Indira Ghandi e, em certa medida, Isabel Perón) que ganha uma eleição presidencial é autorizado a governar o país como lhe parecer conveniente e, na medida em que as relações de poder existentes permitam, até o final de seu mandato. O presidente é a encarnação da nação, o principal fiador do interesse nacional, o qual cabe a ele definir. O que ele faz no governo não precisa guardar nenhuma semelhança com o que ele disse ou prometeu durante a campanha eleitoral — ele foi autorizado a governar como achar conveniente. Como essa figura paternal tem de cuidar do conjunto da nação, é quase óbvio que sua sustentação não pode advir de um partido; sua base política tem de ser um movimento, a superação supostamente vibrante do facciosismo e dos conflitos que caracterizam os partidos. Tipicamente, os candidatos presidenciais vitoriosos nas democracias delegativas se apresentam como estando acima de todas as partes; isto é, dos partidos políticos e dos interesses organizados. Como poderia ser de outra forma para alguém que afirma encarnar o conjunto da nação?”

Nessa visão, outras instituições — como o Congresso e o Judiciário — são incômodos que acompanham as vantagens internas e internacionais de ser um presidente democraticamente eleito. A idéia de obrigatoriedade de prestar contas (*accountability*) a essas instituições, ou a outras organizações privadas ou semiprivadas, aparece como um impedimento desnecessário à plena autoridade que o presidente recebeu a delegação de exercer.” (O'DONNELL, 1991, p. 30-31)

estabelecimento de um fundo soberano relativamente transparente, refletindo nosso progresso na democracia formal, mas que ainda deixa a desejar no que diz respeito à democratização do processo de decisão e à prestação de contas, marcas do nosso passado autoritário.

Behrendt (2010), como já foi visto na Seção 3.3.2, encontrou correlação significativa entre a governança dos FSRs e a democracia dos países de origem dos fundos, medida pelo índice criado pela organização *The Economist Intelligence Unit*. Embora sempre se possa alegar que é inerente a esse tipo estudo algum viés ideológico, os resultados encontrados no levantamento de 2010 (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, 2010) podem ser proveitosamente trazidos para este trabalho. Nesse levantamento, os países são classificados de acordo com as suas notas em: democracias plenas; notas de 8,0 a 10,0; democracias imperfeitas; notas de 6,0 a 7,9; regimes híbridos; notas de 4,0 a 5,9; e regimes autoritários; notas baixo de 4,0. Em 2010, o país que apresentou o melhor índice foi justamente a Noruega. A posição do Brasil foi a 47ª. Na Tabela 8, são comparadas as notas da Noruega e do Brasil nos cinco quesitos que compõem o índice:

**Tabela 8** – Comparação dos “Índices de Democracia 2010” do Brasil e da Noruega.

Quesito	Noruega	Brasil
Processo eleitoral e pluralismo	10,00	9,58
Funcionamento do governo	9,64	7,50
Participação política	10,00	5,00
Cultura política	9,38	4,38
Liberdades civis	10,00	9,12
Média	9,80	7,12

Fonte: Democracy Index 2010 (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, 2010).

Salta aos olhos a heterogeneidade das notas brasileiras. Naqueles quesitos que caracterizam a democracia formal, Processo eleitoral e pluralismo e Liberdades civis, o Brasil tem avaliação muito boa, digna de uma democracia plena. Contudo, nos quesitos de Participação política e Cultura política, que são relacionados à institucionalização da democracia, ou seja, refletem a penetração do pensar e do agir democrático no tecido social e nas instituições políticas, as notas brasileiras aproximam-se perigosamente, em especial a de Cultura política, da classificação de regime autoritário.

O estudo ressalta a importância da cultura política para a consolidação da democracia e adverte que “uma cultura de passividade e apatia, bem como uma cidadania obediente e dócil, não são consistentes com a democracia” (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, 2010, p. 30).

Em que pesem os méritos da democracia norueguesa, não se está neste trabalho defendendo que o Brasil seja uma nova Noruega, pois cada país é o resultado, sempre inacabado, de seu percurso histórico. O que se pretende é que o Brasil de amanhã venha a ser melhor do que o Brasil de hoje e não ocorram retrocessos que possam comprometer o desenvolvimento social e político brasileiro.

Mas o que limita o pleno desenvolvimento da cidadania brasileira? Onde estão os entraves? Sales (1994) os encontra na própria gênese de nossa cidadania, que a autora chamou de cidadania concedida, que “está vinculada, contraditoriamente, à não-cidadania do homem livre e pobre, o qual dependia dos favores do senhor territorial, que detinha o monopólio privado do mando, para poder usufruir dos direitos elementares de cidadania civil.” Criou-se a persistente cultura política da dádiva, que implica, necessariamente, em um provedor forte, de um lado, e em subserviência, do outro (SALES, 1994).

Não é sem risco para a democracia, portanto, que se concede o controle quase que absoluto do FS ao Executivo, mormente quando se considera o vultoso volume de recursos que o FS pode vir a gerir e os seus objetivos especiais de longo prazo, descritos na sua lei de criação, como “o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento”. Abrem-se as portas para o oportunismo político de um Governo, por exemplo, fazer uso de políticas de clientela em busca da reeleição ou, muito mais grave, de reeleições.

É bem verdade que um fundo estatal com recursos vultosos em um país com imensa dívida social, como o Brasil, constitui também instrumento potencial para o oportunismo político da oposição, que, alegando que as necessidades prementes da população estão sendo ignoradas em prol de um futuro que não se sabe quando chegará, poderia fazer campanha demagógica contra o governo zeloso dos objetivos do FS.

Tudo isso aponta para a necessidade de prover o FS de uma estrutura robusta de governança, com a efetiva implantação de um sistema de pesos e contrapesos na sua administração, que não pode ficar submetida apenas aos juízos de oportunidade e conveniência do Executivo.

A criação do FS nos moldes em que se fez é mais passo na tendência crescente de restringir a atuação do Legislativo no campo orçamentário (TAVARES; TAVARES; MOURA, 2008, p. 10-11). Os pesquisadores citados já levantaram essa questão quando da aprovação do FSB e alertaram:

Orçamentariamente, o FSB será semelhante a muitos fundos de inversões, em particular fundos constitucionais geridos por bancos oficiais de fomento regionais, e à parcela do PIS/Pasep aplicada compulsoriamente pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador no BNDES. No máximo o Congresso estabelece na LDO a política de aplicações desses bancos. Na falta de um debate prévio com maior participação do Parlamento, o fundo soberano corre o risco de produzir políticas públicas desastrosas por intermédio de mais um orçamento paralelo. (TAVARES; TAVARES; MOURA, 2008, p. 11)

Talvez se possa reproduzir com o FS a experiência exitosa do FPE-G, mas, dadas as condições peculiares do Brasil, cuja cultura política ainda não foi depurada de vícios ancestrais, algumas práticas de governança deveriam ser incorporadas à lei para vincular o Executivo, que hoje concentra poder quase absoluto sobre o FS, e aumentar o papel do Legislativo. É claro que a lei, por si só, como já foi visto, não é capaz de evitar o risco moral. É preciso estabelecer procedimentos efetivos de fiscalização, e a melhor fiscalização é aquela exercida pela sociedade civil organizada.

Isso posto, é possível elencar uma série de medidas que dotariam o FS de melhor estrutura de governança. Não é uma listagem *numerus clausus*, mas apenas uma amostra que indica o quanto há para se debater sobre o FS:

1. Dotar o FS de personalidade jurídica, estabelecendo um sistema de escolha e de garantia de seus dirigentes semelhante aos aplicados para os dirigentes das agências reguladoras.

2. Definir claramente as responsabilidades de cada nível da administração do Fundo Social e criar mecanismos que impeçam a ingerência indevida dos escalões superiores nas atividades finais de gestão.
3. Submeter anualmente à apreciação do Congresso Nacional as diretrizes gerais de investimento da renda petrolífera e de aplicação dos recursos resgatados do Fundo Social.
4. Criar um comitê de pessoas de notório saber, incluindo membros da sociedade civil, para aconselhar o Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social nas políticas de investimento da renda petrolífera. Sempre que as sugestões do comitê não forem acatadas pela administração do Fundo Social, as razões deverão ser explicadas.
5. Garantir a participação da sociedade civil no Conselho Deliberativo do Fundo Social.
6. Criar um comitê externo ao Fundo Social para auditá-lo anualmente.
7. Apresentar anualmente ao Congresso Nacional, em sessão específica, o balanço do Fundo Social.
8. Divulgar periodicamente relatórios detalhados das ações do Fundo Social e também das razões das escolhas feitas.
9. Disponibilizar *on line* informações sobre todos os investimentos da renda petrolífera e as aplicações dos recursos resgatados do Fundo Social, apresentadas de forma inteligível aos leigos em práticas contábeis.
10. Criar um código de ética específico para o Fundo Social, que contemple a conduta dos funcionários e os critérios de responsabilidade social para os investimentos da renda petrolífera e as aplicações dos recursos resgatados do Fundo Social.

## 5. CONCLUSÃO

A análise da normatização do Fundo Social, considerando a experiência do Fundo Soberano do Brasil, indica a provável fragilização da estrutura de governança do Fundo Social em razão do poder excessivo dado ao Executivo na sua administração. A estrutura de governança do Fundo Social, antevista a partir da análise da Lei nº 12.351/2010 (BRASIL, 2010a), parece adequada para produzir um nível de transparência razoável. Porém, a simples divulgação das informações, sem a possibilidade de participação no processo decisório (controle prévio) e de responsabilização dos administradores por suas ações (controle posterior), é insuficiente para garantir a boa governança.

Por que a governança do Fundo Social é importante? Parece óbvio, mas quantos já se deram conta que o Fundo Social é o que restará após o esgotamento das reservas petrolíferas do pré-sal? Todas as modificações no marco legal da exploração de petróleo no Brasil; incluindo a mudança no regime de produção de petróleo de concessão para partilha, a divisão dos royalties, a criação de uma nova empresa pública para gerir os contratos de partilha e a capitalização da Petrobras; terão sido inúteis se o Fundo Social não vier a concretizar os seus objetivos.

É conhecida a expressão “maldição dos recursos naturais”, que indicaria que países com recursos naturais abundantes tendem a crescer menos que países pobres em recursos naturais (SACHS; WARNER, 2001). Mas seria tal maldição inescapável? Parece que não, apesar de tudo que já se escreveu sobre o tema, a riqueza em recursos naturais pode ser impulsionadora do progresso desde que associada a investimentos em capacitação tecnológica e desenvolvimento de habilidades, políticas macroeconômicas corretas e boa gestão (PERRY, 2007, p. xiv).

O Fundo Social é o instrumento para perenização da renda petrolífera do pré-sal, é ele que, bem gerido, pode fazer com que o Brasil, após o esgotamento do ciclo econômico do petróleo, tenha meios para continuar seu desenvolvimento em outras bases e não seja mais uma vítima da maldição dos recursos naturais. Essa é a importância do Fundo Social, por isso ele deve ser visto e tratado como um projeto de Estado, não de Governo.



## REFERÊNCIAS

- ABNT. Associação Brasileira de Normas Técnicas. **ABNT NBR 16.001:2004, “Responsabilidade social - Sistema da gestão - Requisitos”**. Disponível em: <<http://portal.mj.gov.br/corde/arquivos/ABNT/nbr16001.pdf>>. Acesso em: 17 dez. 2011.
- AIE. Agência Internacional de Energia. **World Energy Outlook 2008**. Disponível em: <<http://www.iea.org/textbase/nppdf/free/2008/weo2008.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2011.
- AHMADOV, I.; TSANI, S. e ASLANLI K. **Sovereign Wealth Funds as the emerging players in the global financial arena: Characteristics, risks and governance**. Revenue Watch Institute, set. 2010. Disponível em: <[http://www.pfmc.az/attachments/373\\_ENG%20SWF1.pdf](http://www.pfmc.az/attachments/373_ENG%20SWF1.pdf)>. Acesso em: 8 out. 2011.
- AIZENMAN, J.; GLICK, R. Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance. **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series**, n. 33, 2008. Disponível em: <<http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-33bk.pdf>>. Acesso em 6 out. 2011.
- AMARAL, C. A. L. V.. Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 32, ago. 2003 . Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 16 nov. 2011.
- ARJOON, S. Corporate Governance: an ethical perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 61, 2005, p. 343–352. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/content/yh16m07777073147/fulltext.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2011.
- AVENDAÑO, R.; SANTISO, J. **Are Sovereign Wealth Funds’ Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds**. OECD Development Centre, Working Paper n. 283, dez. 2009. Disponível em: < <http://www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf> >. Acesso em: 14 out. 2011
- AVRITZER, L. Cultura Política, Atores Sociais e Democratização: uma Crítica às Teorias da Transição para a Democracia. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, n. 28, v. 10, 1995. Disponível em: <[http://www.anpocs.org.br/portal/publicacoes/rbcs\\_00\\_28/rbcs28\\_09.htm](http://www.anpocs.org.br/portal/publicacoes/rbcs_00_28/rbcs28_09.htm)>. Acesso em: 21 nov. 2011.
- BACKER, L. C. Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience. **Transnational Law & Contemporary Problems**, v. 19, n. 1, 2009a. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1444190>>. Acesso em: 9 out. 2011.
- \_\_\_\_\_. **Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment**. 2009b. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1398835>>. Acesso em: 27 nov. 2011.
- BACON, R.; TORDO, S. **Experiences with Oil Funds: Institutional and Financial Aspects**. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development, 2006. Disponível em: <<http://www.earthrights.net/docs/WorldBankResourceRentFunds.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2011.

- BALIN, B. **Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis**. Disponível em: <http://www.policyarchive.org/handle/10207/bitstreams/11501.pdf>. Acesso em: 12 out. 2011.
- BANCO MUNDIAL. **Governance and Development**. Washington: Oxford University Press, 1992.
- BANNOCK, B. e col. **Dictionary of Business**. Londres: Penguin, 2002.
- BANQUE DE FRANCE. Assessment and outlook for sovereign wealth funds. **Focus**, n.1, nov. 2008. Disponível em: < [http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus\\_1.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus_1.pdf) >. Acesso em: 13 out. 2011.
- BARROS, L. A. B. C. **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes**. 2005. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-07082007-224658/>>. Acesso em: 2 nov. 2011.
- BBDTVM. Banco do Brasil Gestão de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. **Regulamento do FFIE - Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização**. Set. 2010. Disponível em: < <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Arquivos/BuscaArquivo.aspx>>. Acesso em: 19 nov. 2011.
- BCB. Banco Central do Brasil. **Contas Externas**. Set. 2006. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ08-Contas%20Externas.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2011.
- \_\_\_\_\_. Banco Central do Brasil. **Série Histórica do Demonstrativo de Variação das Reservas Internacionais**. 2011a. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?SERIERIH>>. Acesso em: 10 out. 2011.
- \_\_\_\_\_. Banco Central do Brasil. **Relatório de Gestão das Reservas Internacionais**, v. 3, jun. 2011b. 33p.
- BECK, R.; FIDORA, M. The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. **European Central Bank Occasional Paper Series**, n. 91, jul. 2008. Disponível em: < [www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.
- BEHRENDT, S. **Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles**: where do they stand? Carnegie Papers, n. 22, maio, 2010. Disponível em: <[http://carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2011.
- \_\_\_\_\_. **Sovereign Wealth Funds and their Commitment to the “Santiago Principles”**: The Santiago Compliance Index 2011. Disponível em: <<http://geoeconomica.com/>>. Acesso em: 16 nov. 2011.
- BELLO, S. T. Um Fundo Soberano Brasileiro: É o Momento? **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 35, n. 4, 2008, p. 151-158. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/1600/1967>>. Acesso em: 22 nov. 2011.
- BEURDEN, P.; GÖSSLING, T. The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. **Journal of Business Ethics**, 2008. Disponível em: <<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=80846>>. Acesso em: 12 nov. 2011.

BLACKBURN, R. The Subprime Crisis. **New Left Review**, n. 50, mar./abr. 2008. Disponível em: <<http://faculty.washington.edu/sparke/blackburn.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2011.

BLUNDELL-WIGNALL, A.; HU Y.-W. e YERMO, J. **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**. Financial Market Trends, OECD, 2008, p. 119. Disponível em: <[www.oecd.org/dataoecd/27/49/40196131.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/27/49/40196131.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2011.

BNDES. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Relatório II - **Fundos Financeiros Baseados em Receitas de Petróleo e Gás**. Ed. Bain & Company e Tozzini Freire Advogados. São Paulo, 26 de junho de 2009. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empr esa/pesquisa/chamada1/Relat\\_II.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empr esa/pesquisa/chamada1/Relat_II.pdf)>. Acesso em: 12 out. 2011.

BORTOLOTTI, B. e col. **Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance**. Fondazione Eni Enrico Mattei. FEEM Working Paper No. 22.2009, mar. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1364926>>. Acesso em: 15 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 dez. 1964 (Edição extra). Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595.htm)>. Acesso em: 10 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 set. 1969. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del0857.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del0857.htm)>. Acesso em: 10 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm)>. Acesso em: 17 jul. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.429, de 2 de junho de 1992**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 2 jun. 1992. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8429.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8429.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 jun. 1993, republicado em 6 jul. 1994. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8666cons.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 1.171, de 22 de junho de 1994**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 jun. 1994. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D1171.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D1171.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1998**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 7 ago. 1998. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L9478.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9478.htm)>. Acesso em: 15 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 mai. 2000. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LCP/Lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp101.htm)>. Acesso em: 14 jul. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 10.192, de 14 de fevereiro de 2002**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 fev. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10192.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10192.htm)>. Acesso em: 10 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 dez. 2008a. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Lei/L11887.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11887.htm)>. Acesso em: 14 jul. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 6.713, de 29 de dezembro de 2008**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 29 dez. 2008b. Edição extra. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6713.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6713.htm)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

\_\_\_\_\_. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 3.674 de 2008**. 23 maio 2008c. Disponível em:

<<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=403395>>. Acesso em: 8 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 7.055, de 28 de dezembro de 2009**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 29 dez. 2009a. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2009/Decreto/D7055.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Decreto/D7055.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 5.940 de 2009**. 31 ago. 2009b. Disponível em:

<<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=447936>>. Acesso em 17 dez. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 2010a. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Lei/L12351.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Lei/L12351.htm)>. Acesso em: 14 jul. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 7.113, de 19 de fevereiro de 2010**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 fev. 2010b. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7113.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7113.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 7.403, de 23 de dezembro de 2010**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 2010c. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7403.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7403.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Mensagem nº 707**. Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 2010d. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Msg/VEP-707-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Msg/VEP-707-10.htm)>. Acesso em: 17 dez. 2011)

\_\_\_\_\_. Câmara dos Deputados. **Parecer de Plenário às Alterações Feitas no Senado Federal ao Substitutivo Aprovado na Câmara dos Deputados ao Projeto de Lei nº 5.490, de 2009, que cria o FS – Fundo Social**. 2010e. Relator Deputado Antonio Palocci. Disponível em:

<<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=488580>>. Acesso em: 18 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 7.482, de 16 de maio de 2011**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 mai. 2011a. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Decreto/D7482.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Decreto/D7482.htm)>. Acesso em: 18 out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 12.409, de 25 de maio de 2011.** Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 25 maio 2011b. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12409.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12409.htm)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

\_\_\_\_\_. **Medida Provisória nº 500, de 30 de ago. de 2011.** Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 ago 2011c. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Mpv/500.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Mpv/500.htm)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 12.380, de 10 de jan. de 2011.** Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2011d. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12380.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12380.htm)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

BRAUNSTEIN, J. **Sovereign Wealth Funds: The Emergence of State Owned Financial Power Brokers.** Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1452797>>. Acesso em: 10 out. 2011.

BUCHANAN, D.; HUCZYNSKI, A. **Organizational behaviour: an introductory text.** 5ª ed. Harlow: Prentice Hall, 2004.

BUCHANAN, J. M. Politics without Romance: a sketch of positive of public choice theory and its normative implications. In: **Theory of Public Choice – II.** Ed. James M. Buchanan e Robert D. Tollison. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1984, p. 11-22.

CADBURY, A. **The Financial Aspects of Corporate Governance.** “Cadbury Report”. 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2011.

CARRILLO, E. F. P. Corporate Governance: shareholders’ interests’ and other stakeholders’ interests. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 4, 2007, p. 96-102. Disponível em: <[http://www.virtusinterpress.org/additional\\_files/journ\\_coc/full-text-papers-open-access/Paper006.pdf](http://www.virtusinterpress.org/additional_files/journ_coc/full-text-papers-open-access/Paper006.pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2011.

CHEN, P. Complexity of Transaction Costs and Evolution of Corporate Governance. **The Kyoto Economic Review**, v. 76, n. 2, dez., 2007, p. 139-153. Disponível em: <[http://www.jstage.jst.go.jp/article/ker/76/2/139/\\_pdf](http://www.jstage.jst.go.jp/article/ker/76/2/139/_pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2011.

Clark, G. L.; Monk, A. H. B. **The Legitimacy and Governance of Norway’s Sovereign Wealth Fund: the Ethics of global investment.** Set., 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1473973>>. Acesso em: 15 nov. 2011.

CLARKE, T. Introduction. In: **Theories of Corporate Governance: the philosophical foundations of corporate governance.** Ed. por Thomas Clarke. New York: Routledge, 2004.

COASE, R.H. The Nature of the Firm. In: **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development.** Ed. O. E. Williamson e S. G. Winter. New York: Oxford University Press, 1991.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Governança Européia: um Livro Branco.** 2001. Disponível em: <[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/com/2001/com2001\\_0428pt01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/com/2001/com2001_0428pt01.pdf)>. Acesso em: 12/11/2011.

CONSET, Seguros. **Seguro de Responsabilidade Civil de Conselheiros, Diretores e/ou Administradores de Empresas** (Directors and Officers Liability Insurance – D&O).

Disponível em: <[http://www.conset.com.br/arquivos/brochura\\_produto\\_3.pdf](http://www.conset.com.br/arquivos/brochura_produto_3.pdf)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

CRANE, A.; MATTEN, D. **Business Ethics**. New York: Oxford University Press, 2007.

COWTON, C. J. The Development of Ethical Investment Products. In: **Association of Corporate Treasurers - Guide to Ethical Conflicts in Finance**. Ed. A. R. Prindl e B. Prophan. Oxford: Blackwell, 1994, p. 213–232.

CUNHA, A. M. Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods. **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 26, n. 4, dez. 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v26n4/01.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2011.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Fundo Soberano do Brasil. Balancete**. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>>. Acesso em: 22 nov. 2011.

DEUTSCHE BANK RESEARCH. **Sovereign Wealth Funds: state investments on the rise**, set. 2007. Disponível em: <[http://www.relooney.info/0\\_New\\_2679.pdf](http://www.relooney.info/0_New_2679.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.

DIXIT, A. Incentive and Organizations in the Public Sector: an interpretative review. **The Journal of Human Resources**, v. 37, n. 4, 2000, p. 696-727.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, The. **Democracy Index 2010**. Disponível em: <[http://www.eiu.com/Handlers/WhitepaperHandler.ashx?fi=Democracy\\_Index\\_2010\\_Web.pdf&mode=wp](http://www.eiu.com/Handlers/WhitepaperHandler.ashx?fi=Democracy_Index_2010_Web.pdf&mode=wp)>. Acesso em: 17 dez. 2011.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: an Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, 1989, p. 57-74.

ELKINGTON, J. **The Triple Bottom Line: does it all add up**. 2004. Disponível em: <<http://www.johnelkington.com/TBL-elkington-chapter.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2011.

EPE. Empresa de Pesquisa Energética. **Balanco Energético Nacional 2011: Relatório Final**. Disponível em: <[https://ben.epe.gov.br/downloads/Relatorio\\_Final\\_BEN\\_2011.pdf](https://ben.epe.gov.br/downloads/Relatorio_Final_BEN_2011.pdf)>. Acesso em 27 nov. 2011.

ESTEVE, J. M. P. **Governança Democrática: Construção Coletiva do Desenvolvimento das Cidades**. Juiz de Fora: Editora UFJF, 2009.

FAHRI, M. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, v.13, dez. 1999, p. 93-114. Disponível em:

<[http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes\\_23\\_3961167024.pdf](http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3961167024.pdf)>. Acesso em: 16 nov. 2011.

FAMA, E. F.; JENSEN M. C. **Separation of Ownership and Control**. 1983. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94034>>. Acesso em: 13 nov. 2011.

FMI. Fundo Monetário Internacional. **Balance of Payments Manual**. 5ª ed. Washington, 1993. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>. Acesso em: 9 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Fundo Monetário Internacional. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. **Global Financial Stability Report**, out. 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 6 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Fundo Monetário Internacional. **Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda**. 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>>. Acesso em: 5 out. 2011.

FREEMAN, R.E. **Strategic Management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom**. Ed. Comemorativa do 40º aniversário. Chicago: The University of Chicago Press, 2002.

GARCIA, M. G. P. Novas conquistas e velhos erros. **Valor Econômico**, 09 maio 2008. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Novas%20conquistas%20e%20velhos%20erros.pdf>> Acesso em: 22 nov. 2011.

GHOSHAL, S. Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices. **Academy of Management Learning & Education**, v. 4, n. 1, 2005, p. 75-91. Disponível em: <<http://www.aom.pace.edu/amle/AMLEVolume4Issue1pp75-91.pdf>>. Acesso em: 6 nov. 2011.

GILLAN, S.L. Recent Developments in Corporate Governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, 2006, p. 381– 402.

GILSON, R.J.; J. MILHAUPT, C.J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism. **Stanford Law Review**, v. 60, mar. 2008. Disponível em: <<http://legalworkshop.org/wp-content/uploads/2009/04/stan-a-0006-gilson-milhaupt.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2011.

GLOBO, O. **Custo de carregamento das reservas internacionais foi de R\$ 26,6 bi em 2010**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2011/02/24/custo-de-carregamento-das-reservas-internacionais-foi-de-26-6-bi-em-2010-923874889.asp>>. Acesso em: 10 out 2011.

GÖSSLING, T.; VOCHT, C. Social Role Conceptions and CSR Policy Success. **Journal of Business Ethics**, v. 74, 2007, p. 363–372.

GOSSERIES, A. Theories of Intergenerational Justice: a synopsis. **S.A.P.I.EN.S**, v. 1, n.1, 2008, p. 61-71. Disponível em: <<http://sapiens.revues.org/165>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

GRI. **Global Reporting Initiative**. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 17 dez. 2011.

HARDJONO, T. W.; MARREWIK, M. The Social Dimensions of Business Excellence. **Corporate Environmental Strategy**, v. 8, n. 3, 2001, p. 223-233.

HEATH, J. The Uses and Abuses of Agency Theory. **Business Ethics Quarterly**, v. 19, n. 4, out., 2009, p. 497-528. Disponível em: <[http://secure.pdcnet.org/8525737F005803FF/file/F5469EB762BE84958525762400506D96/\\$FILE/beq\\_2009\\_0019\\_0004\\_0031\\_0062.pdf](http://secure.pdcnet.org/8525737F005803FF/file/F5469EB762BE84958525762400506D96/$FILE/beq_2009_0019_0004_0031_0062.pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2011.

HUBBARD, P. Fundos de Riqueza Soberana: um desafio para a governança e a transparência. In: **Relatório Global de Corrupção 2009: corrupção e o setor privado**. Transparency International. 2009, p. 101-104. Disponível em: <[http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/arquivo/0-A-1b8GBR%20port\\_2\(3\).pdf](http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/arquivo/0-A-1b8GBR%20port_2(3).pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2011.

HUC, A.Y. Petroleum in the South Atlantic. **Oil & Gas Science and Technology – Rev. IFP**, v. 59, n.3, 2004. Disponível em:

<[http://ogst.ifpenergiesnouvelles.fr/index.php?option=com\\_article&access=standard&Itemid=129&url=/articles/ogst/pdf/2004/03/huc\\_vol59n3.pdf](http://ogst.ifpenergiesnouvelles.fr/index.php?option=com_article&access=standard&Itemid=129&url=/articles/ogst/pdf/2004/03/huc_vol59n3.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2011.

HUSTED, B. W. Agency, Information, and the Structure of Moral Problems in Business. **Organization Studies**, v. 28, 2007, n.2, p. 177-195. Disponível em: <<http://oss.sagepub.com/content/28/2/177>>. Acesso em: 12 nov. 2011.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origem da Boa Governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 17 out. 2011.

IFAC. International Federation of Accountants. **Governance in the Public Sector: A Governing Body Perspective**. Ago. 2001. Disponível em: <[http://www.greekliberals.net/fis/documents/IFAC\\_study\\_13\\_Governance.pdf](http://www.greekliberals.net/fis/documents/IFAC_study_13_Governance.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2011.

ISHAM, J.; KAUFMANN, D.; PRITCHETT, L. H. Civil Liberties, Democracy, and the Performance of Government Projects. **The World Bank Economic Review**, v. 11. n. 2, 1997, p. 219-242.

JEN, S. Sovereign Wealth Funds: What they are and what's happening. **World Economics**, Londres, v. 8, n. 4, p. 1-7, dez. 2007.

JENSEN, M. C. **Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function**. 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=220671>>. Acesso em: 18 out. 2011.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W.H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 15 out. 2011.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A; MASTRUZZI, M. **The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues**. Set. 2010. World Bank Policy Research Working Paper n. 5430. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1682130>>. Acesso em: 17 dez. 2011.

LE GRAND, J. Quasi-Markets and Social Policy. **The Economic Journal**, v. 101, n. 408, p. 1256-1267, 1991.

LIMA, P.C.R. **Pré-sal: O novo marco legal e a capitalização da Petrobras**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Synergia, 2011.

LOCKHART, J. C.; TAITOKO, M. **An Examination of Shareholder-Stakeholder Governance Tension: A Case Study of the Collapses of Ansett Holdings and Air New Zealand**. In: Corporate Governance: Does Any Size Fit? (Advances in Public Interest Accounting, Volume 11). Ed. Cheryl R. Lehman, Tony Tinker, Barbara Merino, Marilyn Neimark. Bingley: Emerald Group, 2005, p.223-246.

LONGSTAFF, S. **The Ethical Dimension of Corporate Governance**. 1998. Disponível em: <<http://www.ethics.org.au/ethics-articles/ethical-dimension-corporate-governance>>. Disponível em: 15 nov. 2011.

LOPES, A. B.; LIMA, I. S.. Perspectivas para a pesquisa em contabilidade: o impacto dos derivativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 12, n. 26, ago. 2001. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772001000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772001000200002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 16 nov. 2011.

MANKIW, N. G. **Introdução à Economia**. São Paulo: Thomson, 2006.



MARINIS, A. Fundo Soberano perde 26% em cinco meses. **Valor Econômico**, edição 29/08/2011, p. A14. Disponível em: <<http://www.itamaraty.gov.br/sala-de-imprensa/selecao-diaria-de-noticias/midias-nacionais/brasil/valor-economico/2011/08/29/fundo-soberano-perde-26-em-cinco-meses-artigo>>. Acesso em: 21 nov. 2011.

MATTEN, D.; CRANE, A. Corporate Citizenship: Towards an extended theoretical conceptualization. **Research Paper Series - International Centre for Corporate Social Responsibility**, n. 4, 2003. Disponível em: <<http://cosmic.rz.uni-hamburg.de/webcat/hwwa/edok04/f10912g/RP04-2003.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

MENDES-DA-SILVA, W.; YU, A. S. O. Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 13, n. 2, jun., 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552009000200006&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552009000200006&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 2 nov. 2011.

MEZZACAPO, S. The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision. **Economic Papers**, n. 378, abr. 2009. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15064\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15064_en.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.

NORUEGA. Ministry of Finance. **The Government Pension Fund**. 2011a. Disponível em: <<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund.html>>. Acesso em: 27 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. Ministry of Finance. **The Management of the Government Pension Fund in 2010**. 2011b. Disponível em: <<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Documents-and-publications/propositions-and-reports/Reports-to-the-Storting/2010-2011/report-no-15.html?id=644636>>. Acesso em: 28 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. Ministry of Finance. **The Government Pension Fund Global**. 2011c. Disponível em: <<http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/GPFG3Q2011.pdf>>. Acesso em: 28 nov. 2011.

MITNICK, B. M. Agency, Theory of. In: **Encyclopedia of Business Ethics and Society**, v. 3. Editado por Robert W. Kolb. Thousand Oaks: Sage Publication, 2008, p. 42-48.

MUELLER, A. CSR and the Moral Manager: Prospects for corporate social responsibility in emerging markets. **The European Business Review**, 2011. Disponível em: <<http://www.europeanbusinessreview.com/?p=311>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

MUELLER, D. C. Public Choice: a survey. In: **Theory of Public Choice – II**. Ed. James M. Buchanan e Robert D. Tollison. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1984, p. 23-70.

NAKAHODO, S. N.; JANK, M. S. **A Falácia da “Doença Holandesa” no Brasil**. Documento de Pesquisa, Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais, São Paulo, mar. 2006. Disponível em: <http://iepecdg.com.br/uploads/artigos/Doenca%20HOLANDESA%20FINAL%206MAR%20-%20final-27032006.pdf>. Acesso em: 8 out. 2011.

NASH, L. **Ética nas Empresas**. Edição atualizada. São Paulo: Makron Books, 2001.

OCDE. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **The OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises:**

- Basic Texts.** Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Committee on International Investment and Multinational Enterprises. 2000. Disponível em: <[http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf?cote=daffe/ime\(2000\)20&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf?cote=daffe/ime(2000)20&doclanguage=en)>. Acesso em: 17 dez. 2011.
- OCDE. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **OECD Principles of Corporate Governance.** 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2011.
- \_\_\_\_\_. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises.** 2005. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/46/51/34803211.pdf>>. Acesso: em 18 out. 2011.
- \_\_\_\_\_. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **Consultation on Sovereign Wealth Funds.** Dez., 2007. Disponível em: <[http://www.tuac.org/en/public/docs/00/00/01/44/document\\_doc.phtml](http://www.tuac.org/en/public/docs/00/00/01/44/document_doc.phtml)>. Acesso em: 6 out. 2011.
- \_\_\_\_\_. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. **OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Recommendations for responsible business conduct in a global context.** Ed. 2011. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/43/29/48004323.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2011.
- O'DONNELL, G. Democracia delegativa? **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n. 31, 1991, p. 25-40.
- ONU. Organização das Nações Unidas. **United Nation Global Compact: The Ten Principles.** 2011. Disponível em: <<http://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html>>. Acesso em: 27 nov. 2011.
- PAULSON, A.L. Raising capital: The role of sovereign wealth funds. **Chicago Fed Letter**, n. 258, jan. 2009. Disponível em: <[http://www.chicagofed.org/digital\\_assets/publications/chicago\\_fed\\_letter/2009/cfljanuary2009\\_258.pdf](http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2009/cfljanuary2009_258.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2011.
- PERROW, C. **Complex Organizations: a critical essay.** 3ª Edição. New York: McGraw-Hill, 1986.
- PERRY, C. Foreword. In: **Natural Resources, Neither Curse nor Destiny.** Ed. D. Lederman e W. F. Maloney. Palo Alto: Stanford University Press, 2007, p. xiii-xv.
- PIERRE, J. Introduction: understanding governance. In: **Debating Governance: Authority, Steering, and Democracy.** Ed. J. Pierre. New York: Oxford University Press, 2000.
- PRI. **The United Nations-backed Principles for Responsible Investment Initiative.** Disponível em: <<http://www.unpri.org/principles/>>. Acesso em: 17 dez. 2011.
- PRZEWORSKI, A. Sobre o Desenho do Estado: uma perspectiva *agent x principal*. In: **Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial.** Eds. L. C. Bresser Pereira e P. Spink. Rio de Janeiro: FGV, 1998, p. 39-73.
- QUINN, D. P.; JONES, T. M. An Agent Morality View of Business Policy. **Academy of Management Review**, 1995, v. 20, n. 1, p. 22-42. Disponível em: <<http://faculty.msb.edu/quinnnd/papers/amr95.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2011.
- RHODES, R.A.W. The New Governance: Governing without Government. **Political Studies**, v. XLIV, p. 652-667.

- ROBERTS, J. **Agency Theory, Ethics and Corporate Governance**. In: Corporate Governance: Does Any Size Fit? (Advances in Public Interest Accounting, Volume 11). Ed. Cheryl R. Lehman, Tony Tinker, Barbara Merino, Marilyn Neimark. Bingley: Emerald Group, 2005, p. 249-269.
- ROSENAU, J.N. Governance, order, and change in world politics. In: **Governance without Government: order and change in world politics**. Ed. J. N. Rosenau e E.-O. Czempiel. Cambridge; Cambridge University Press, 1992.
- ROSS, S. A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, 1973, p. 134-139.
- Sachs, J. D.; Warner, A. M. Natural Resources and Economic Development: The curse of natural resources. **European Economic Review**, v. 45, n. 4-6, maio, 2001, p. 827-838.
- SAITO, R.; SILVEIRA, A.D.M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, n.2, v. 48, 2008, p. 79-86.
- SALES, T., (1994). Raízes da desigualdade social na cultura política brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, n 25, 1994, p. 26-37. Disponível em: <[http://www.anpocs.org.br/portal/publicacoes/rbcs\\_00\\_25/rbcs25\\_02.htm](http://www.anpocs.org.br/portal/publicacoes/rbcs_00_25/rbcs25_02.htm)>. Acesso em: 18 dez. 2011.
- SANI, G. Cultura Política. In: **Dicionário de Política**. 12ª ed. Brasília: UnB, 2002, p. 306-308.
- SANTOS, M. H. C. **Governabilidade, governança e capacidade governativa: algumas notas**. Textos Para Discussão, n. 11. Brasília: MARE/ENAP, 1996.
- SANTISO, J. **Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations**. OECD Emerging Markets Network (EmNet). Working Paper, out. 2008. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/46/61/41944381.pdf>. Acesso em: 12 out. 2011.
- SCHERER, A. G.; PALAZZO, G. Globalization and Corporate Social Responsibility. In: **The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility**. Ed. Donald S. Siegel e col. Oxford: Oxford University Press, 2008, p. 413-431.
- SEN, A. Ética da Empresa e Desenvolvimento Econômico. In: **Construir Confiança: ética da empresa na sociedade da informação e das comunicações**. Org. Adela Cortina. São Paulo: Loyola, 2007, p. 39-54.
- SHANKMAN, N. Reframing the Debate between Agency and Stakeholder Theories of the Firm. **Journal of Business Ethics**, v. 19, maio, 1999, p. 319-334.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997, p. 737-783.
- SILVEIRA, A.D.M. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- SOVEREIGN Wealth Funds: Some Frequently Asked Questions. **Corner House Briefing**, n. 38, out. 2008. Disponível em: <<http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38SWFFAQs.pdf>>. Acesso em: 6 out. 2011.
- SPARKES, R. ; COWTON, C. J. The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. **Journal of Business**

**Ethics**, v. 52, 2004, p. 45–57. Disponível em:

<<http://www.springerlink.com/content/q4jp8h110u854u1x/fulltext.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

SROUR, R.H. Ética Empresarial sem Moralismo. **Revista de Administração**, v. 29, n. 3, 1994, p. 3-22.

STN. Secretaria do Tesouro Nacional. **Fundo Soberano do Brasil, Relatório de Administração e Demonstrações Financeiras , 1º Semestre de 2011**. 2011a. Disponível em:

<[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/download/fundo/Relatorio\\_Administraca\\_FSB\\_1\\_2011.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/download/fundo/Relatorio_Administraca_FSB_1_2011.pdf)>. Acesso em: 19 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. Secretaria do Tesouro Nacional. **Fundo Soberano do Brasil – Perguntas Frequentes**. 2011b. Disponível em:

<[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/fundo\\_soberano/perguntas\\_frequentes.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/fundo_soberano/perguntas_frequentes.asp)>. Acesso em: 19 nov. 2011.

\_\_\_\_\_. Secretaria do Tesouro Nacional. **Fundo Soberano do Brasil, Relatório de Gestão do Exercício de 2010**. 2011c. Disponível em:

<[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/fundo\\_soberano/download/Relatorio\\_Gestao\\_2011.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/fundo_soberano/download/Relatorio_Gestao_2011.pdf)>. Acesso em: 19 nov. 2011.

STOKER, G. Governance as theory: five propositions. **International Social Science Journal**, v. 50, n. 155, p. 17-28, mar. 1998.

SUMMERS, L. **Funds that Shake Capitalist Logic**. 27 jul. 2007. Disponível em:

<<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html#axzz1eMSv3UGY>>. Acesso em: 21 nov. 2011.

SWFI. Sovereign Wealth Fund Institute. **What is a SWF?** 2011a. Disponível em:

<<http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/>>. Acesso em: 6 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Sovereign Wealth Fund Institute. **List of Sovereign Wealth Funds**. 2011b.

Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org/>>. Acesso em: 13 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Sovereign Wealth Fund Institute. **Linaburg-Maduell Transparency Index**.

2011c. Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>>. Acesso em: 17 nov. 2011.

TAVARES F. L.; TAVARES J. F. C.; MOURA M. R. **Fundo Soberano do Brasil, Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (PL 3.674/08)**. Câmara dos Deputados. Núcleo de Assuntos Econômico-Fiscais. Estudo Temático n. 13/08. 5 nov. 2008. Disponível em:

<[http://bd.camara.gov.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/1883/fundo\\_soberano\\_tavarestavaresemoura.pdf?sequence=1](http://bd.camara.gov.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/1883/fundo_soberano_tavarestavaresemoura.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 15 out. 2011.

THECITYUK. **Sovereign Wealth Funds**. Financial Markets Series, abr. 2011. Disponível em:

<<http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Sovereign-Wealth-Funds-2011.pdf>>. Acesso em 12 out. 2011.

TRUMAN, E. M. A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Practices. **Peterson Institute for International Economics. Policy Brief**, n. PB08-3, abr. 2008. Disponível em:

<[www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf](http://www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.

\_\_\_\_\_. Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different? **Working Papers Series - Peterson Institute for International Economics**, jun. 2011. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/wp/wp11-12.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2011.

TSANI, S.; AHMADOV, I. e ASLANLI K. **Governance, transparency and accountability in Sovereign Wealth Funds**: Remarks on the assessment, rankings and benchmarks to date. Public Finance Monitoring Center, 2010. Disponível em: [http://www.pfmc.az/attachments/373\\_SWF%2020Governance%2026.03.pdf](http://www.pfmc.az/attachments/373_SWF%2020Governance%2026.03.pdf). Acesso em: 7 out. 2011.

SAVARESE, M.. **Após escândalos, governo quer extinguir de vez convênios com ONGs**. UOL Notícias. Disponível em: < <http://noticias.uol.com.br/politica/2011/11/12/apos-escandalos-governo-quer-extinguir-de-vez-convenios-com-ongs.jhtm>>. Acesso em: 13 nov. 2011

EUA. Estados Unidos da América. Department of Treasury. **Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**. Appendix III: Sovereign Wealth Funds. 2007. Disponível em: < [http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007\\_Appendix-3.pdf](http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.

EUA. Estados Unidos da América. Government Accountability Office. **Sovereign Wealth Funds: Publicly Available Data on Sizes and Investments for Some Funds Are Limited**. Highlights of GAO-08-946, set. 2008. Disponível em: <<http://www.gao.gov/new.items/d08946.pdf>>. Acesso em: 12 Out. 2011.

USSIF, The Forum for Sustainable and Responsible Investment. **Social Responsible Investing Facts**. 2011. Disponível em: <<http://ussif.org/resources/sriguide/srifacts.cfm>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

WAGNER, R. E. Boom and Boost: the political economy of economic disorder. In: **Theory of Public Choice – II**. Ed. James M. Buchanan e Robert D. Tollison. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1984, p. 238-272.

WCED. World Commission on Environment and Development. Chapter 2: Towards Sustainable Development. In: Report of the World Commission on Environment and Development: **Our Common Future**. Disponível em: <<http://www.un-documents.net/ocf-02.htm#IV>>. Acesso em: 14 nov. 2011.

WEISS, J. W. **Business Ethics: a stakeholder & issues management approach**. 5ª edição. Mason: Cengage Learning, 2009.

WEISS, M. A. **Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress**. Congressional Research Service Report for Congress, 2008. Disponível em: <[http://relooney.fatcow.com/0\\_New\\_2828.pdf](http://relooney.fatcow.com/0_New_2828.pdf)>. Acesso em: 6 out. 2011.

WILLIAMS, C. A. Corporate Social Responsibility in an Era of Economic Globalization. **UC Davis Law Review**, v. 35, p. 705-778. Disponível em: <[http://lawreview.law.ucdavis.edu/issues/Vol35/Issue3/DavisVol35No3\\_Williams.pdf](http://lawreview.law.ucdavis.edu/issues/Vol35/Issue3/DavisVol35No3_Williams.pdf)>. Acesso em: 14 nov. 2011.

WILLIAMSON, O.E. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**. New York: Free Press, 1985.

\_\_\_\_\_. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural

Alternatives. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 2, jun., 1991, p. 269-296.

WORKING GROUP ON TRANSPARENCY AND ACCOUNTABILITY. **Report of The Working Group on Transparency and Accountability**. Out. 1998. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/othp01b.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2011.

**ANEXO 1: Lei nº 12.351/2010****CAPÍTULO VII****DO FUNDO SOCIAL – FS****Seção I****Da Definição e Objetivos do Fundo Social – FS**

Art. 47. É criado o Fundo Social - FS, de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, 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 desenvolvimento:

I - da educação;

II - da cultura;

III - do esporte;

IV - da saúde pública;

V - da ciência e tecnologia;

VI - do meio ambiente; e

VII - de mitigação e adaptação às mudanças climáticas.

§ 1º Os programas e projetos de que trata o caput observarão o plano plurianual - PPA, a lei de diretrizes orçamentárias - LDO e as respectivas dotações consignadas na lei orçamentária anual - LOA.

§ 2º (VETADO)

Art. 48. O FS tem por objetivos:

I - constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;

II - oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e

III - 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.

Parágrafo único. É vedado ao FS, direta ou indiretamente, conceder garantias.

**Seção II****Dos Recursos do Fundo Social – FS**

Art. 49. Constituem recursos do FS:

I - parcela do valor do bônus de assinatura destinada ao FS pelos contratos de partilha de produção;

II - 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;

III - receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei;

IV - 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;

V - os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades; e

VI - outros recursos destinados ao FS por lei.

§ 1º A Lei no 9.478, de 6 de agosto de 1997, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“Art. 49. ....

.....

§ 3º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela dos royalties que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, 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 desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.” (NR)

“Art. 50. ....

.....

§ 4º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela da participação especial que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, 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 desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.” (NR)

§ 2º O cumprimento do disposto no § 1º deste artigo obedecerá a regra de transição, a critério do Poder Executivo, estabelecida na forma do regulamento.

### Seção III

#### Da Política de Investimentos do Fundo Social

Art. 50. A política de investimentos do FS tem por objetivo buscar a rentabilidade, a segurança e a liquidez de suas aplicações e assegurar sua sustentabilidade econômica e financeira para o cumprimento das finalidades definidas nos arts. 47 e 48.

Parágrafo único. Os investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior, com a finalidade de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional.



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.

Art. 52. A política de investimentos do FS será definida pelo Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social - CGFFS.

§ 1º O CGFFS terá sua composição e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo, assegurada a participação do Ministro de Estado da Fazenda, do Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Presidente do Banco Central do Brasil.

§ 2º Aos membros do CGFFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.

§ 3º As despesas relativas à operacionalização do CGFFS serão custeadas pelo FS.

Art. 53. Cabe ao CGFFS definir:

I - o montante a ser resgatado anualmente do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;

II - a rentabilidade mínima esperada;

III - o 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;

IV - os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior e no País;

V - a capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.

Art. 54. A União, a critério do CGFFS, poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FS, as quais farão jus à remuneração pelos serviços prestados.

Art. 55. A União poderá participar, com recursos do FS, como cotista única, de fundo de investimento específico.

Parágrafo único. O fundo de investimento específico de que trata este artigo deve ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

Art. 56. O fundo de investimento de que trata o art. 55 deverá ter natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e do administrador, sujeitando-se a direitos e obrigações próprias.

§ 1º A integralização das cotas do fundo de investimento será autorizada em ato do Poder Executivo, ouvido o CGFFS.

§ 2º O fundo de investimento terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior.

§ 3º O fundo de investimento responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, ficando o cotista obrigado somente pela integralização das cotas que subscrever.

§ 4º A dissolução do fundo de investimento dar-se-á na forma de seu estatuto, e seus recursos retornarão ao FS.

§ 5º Sobre as operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de investimento não incidirá qualquer imposto ou contribuição social de competência da União.

§ 6º O fundo de investimento deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido no seu estatuto.

Art. 57. O estatuto do fundo de investimento definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial de investimentos.

#### Seção IV Da Gestão do Fundo Social

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.

§ 4º O CDFS deverá submeter os programas e projetos a criteriosa avaliação quantitativa e qualitativa durante todas as fases de execução, monitorando os impactos efetivos sobre a população e nas regiões de intervenção, com o apoio de instituições públicas e universitárias de pesquisa.

§ 5º Os recursos do FS destinados aos programas e projetos de que trata o art. 47 devem observar critérios de redução das desigualdades regionais.

Art. 59. As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FS serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei no 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.

Parágrafo único. Ato do Poder Executivo definirá as regras de supervisão do FS, sem prejuízo da fiscalização dos entes competentes.

Art. 60. O Poder Executivo encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho do FS, conforme disposto em regulamento do Fundo.

## ANEXO 2: PL n° 5.940/2009 e Lei n° 12.351/2010

### Comparação entre o PL n° 5.940/2009 e A Lei n° 12.351/2010

(As diferenças de conteúdo mais significativas são destacadas em *itálico>*)

PL n° 5.940/2009	Lei n° 12.351/2010
<p><b>Art. 1º</b> Fica criado o Fundo Social – FS, de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, com a finalidade de constituir fonte regular de recursos para a realização de projetos e programas nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, da ciência e tecnologia e da sustentabilidade ambiental.</p> <p>Parágrafo único. Os projetos e programas de que trata o caput observarão o Plano Plurianual, a Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO e as respectivas dotações consignadas na Lei Orçamentária Anual – LOA.</p>	<p><b>Art. 47.</b> É criado o Fundo Social – FS, de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, 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 desenvolvimento:</p> <p>I – da educação;</p> <p>II – da cultura;</p> <p><i>III – do esporte;</i></p> <p><i>IV – da saúde pública;</i></p> <p>V – da ciência e tecnologia;</p> <p>VI – do meio ambiente; e</p> <p>VII – de mitigação e adaptação às mudanças climáticas.</p> <p>§ 1º Os programas e projetos de que trata o caput observarão o plano plurianual – PPA, a lei de diretrizes orçamentárias – LDO e as respectivas dotações consignadas na lei orçamentária anual – LOA.</p> <p>§ 2º ( VETADO)</p>
<p>Art. 2º O FS tem por objetivos:</p> <p>I – constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;</p> <p>II – oferecer fonte regular de recursos para o desenvolvimento social, na forma de projetos e programas nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, da ciência e tecnologia e da sustentabilidade ambiental; e</p> <p>III – 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.</p> <p>Parágrafo único. É vedado ao FS, direta ou indiretamente, conceder garantias.</p>	<p>Art. 48. O FS tem por objetivos:</p> <p>I – constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;</p> <p>II – oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e</p> <p>III – 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.</p> <p>Parágrafo único. É vedado ao FS, direta ou indiretamente, conceder garantias.</p>
<p>Art. 3º Constituem recursos do FS:</p> <p>I – a parcela do valor do bônus de assinatura que lhe for destinada pelos contratos de partilha de produção;</p> <p>II – a parcela dos royalties que cabe à União, deduzidas aquelas destinadas aos seus órgãos específicos, conforme estabelecido nos contratos de partilha de produção;</p> <p>III – a receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei;</p> <p>IV – os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades; e</p> <p>V – outros recursos que lhe sejam destinados em lei.</p>	<p>Art. 49. Constituem recursos do FS:</p> <p>I – parcela do valor do bônus de assinatura destinada ao FS pelos contratos de partilha de produção;</p> <p>II – 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;</p> <p>III – receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei;</p> <p><i>IV – 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;</i></p> <p>V – os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades; e</p> <p>VI – outros recursos destinados ao FS por lei.</p> <p>§ 1º A Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, passa a vigorar com as seguintes alterações:</p> <p>“Art. 49.</p> <p>.....</p> <p><i>§ 3º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela dos royalties que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de</i></p>

PL n° 5.940/2009	Lei n° 12.351/2010
	<p><i>programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.”</i> (NR) “Art. 50.</p> <p>.....</p> <p><i>§ 4º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela da participação especial que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, 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 desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.”</i> (NR) § 2º O cumprimento do disposto no § 1º deste artigo obedecerá a regra de transição, a critério do Poder Executivo, estabelecida na forma do regulamento.</p>
<p><b>Art. 4º</b> A política de investimento do FS tem por objetivo buscar a rentabilidade, a segurança e a liquidez de suas aplicações, e assegurar sua sustentabilidade financeira para o cumprimento das finalidades definidas no art. 1º.</p>	<p><b>Art. 50.</b> A política de investimentos do FS tem por objetivo buscar a rentabilidade, a segurança e a liquidez de suas aplicações e assegurar sua sustentabilidade econômica e financeira para o cumprimento das finalidades definidas nos arts. 47 e 48.</p> <p><i>Parágrafo único. Os investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior, com a finalidade de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional.</i></p>
	<p><b>Art. 51.</b> 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.</p> <p><i>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.</i></p>
<p><b>Art. 5º</b> A política de investimentos do FS será realizada pelo Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social – CGFFS.</p> <p>§ 1º O CGFFS terá sua composição e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo.</p> <p>§ 2º Aos membros do CGFFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p> <p>§ 3º As despesas relativas à operacionalização do CGFFS serão custeadas pelo FS.</p>	<p><b>Art. 52.</b> A política de investimentos do FS será definida pelo Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social – CGFFS.</p> <p>§ 1º O CGFFS terá sua composição e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo, assegurada a participação do Ministro de Estado da Fazenda, do Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Presidente do Banco Central do Brasil.</p> <p>§ 2º Aos membros do CGFFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p> <p>§ 3º As despesas relativas à operacionalização do CGFFS serão custeadas pelo FS.</p>
<p><b>Art. 6º</b> Cabe ao CGFFS definir:</p> <p>I – o montante a ser, anualmente, resgatado do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;</p> <p>II – a rentabilidade mínima esperada;</p> <p>III – o tipo e o nível de risco que poderão ser assumidos na realização dos investimentos;</p> <p>IV – os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no País;</p> <p>V – os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior;</p> <p>VI – os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos por setor ou atividade econômica; e</p> <p>VII – a capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.</p>	<p><b>Art. 53.</b> Cabe ao CGFFS definir:</p> <p>I – o montante a ser resgatado anualmente do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;</p> <p>II – a rentabilidade mínima esperada;</p> <p>III – o tipo e o nível de risco que poderão ser assumidos na realização dos investimentos, <i>bem como as condições para que o nível de risco seja minimizado;</i></p> <p>IV – os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior e no País;</p> <p>V – a capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.</p>
<p><b>Art. 7º</b> O FS, a critério do CGFFS, poderá, diretamente pelo Ministério da Fazenda, adquirir ativos no Brasil ou no exterior, respeitados os limites definidos no art. 6º.</p>	
<p><b>Art. 8º</b> A União, a critério do CGFFS, poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes</p>	<p><b>Art. 54.</b> A União, a critério do CGFFS, poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes</p>

PL n° 5.940/2009	Lei n° 12.351/2010
operadores do FS, as quais farão jus a remuneração pelos serviços prestados.	operadores do FS, as quais farão jus a remuneração pelos serviços prestados.
<p><b>Art. 9º</b> A União, com recursos do FS, poderá participar, como cotista única, de fundo de investimento específico.</p> <p>Parágrafo único. O fundo de investimento específico de que trata este artigo deve ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.</p>	<p><b>Art. 55.</b> A União poderá participar, com recursos do FS, como cotista única, de fundo de investimento específico.</p> <p>Parágrafo único. O fundo de investimento específico de que trata este artigo deve ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.</p>
<p><b>Art. 10.</b> O fundo de investimento de que trata o art. 9º deverá ter natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e do administrador, sujeitando-se a direitos e obrigações próprias.</p> <p>§ 1º A integralização das cotas do fundo de investimento será autorizada em ato do poder executivo, ouvido o CGFFS.</p> <p>§ 2º O fundo de investimento terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior.</p> <p>§ 3º O fundo de investimento responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, ficando o cotista obrigado somente pela integralização das cotas que subscrever.</p> <p>§ 4º A dissolução do fundo de investimento dar-se-á na forma de seu estatuto e seus recursos retornarão ao FS.</p> <p>§ 5º Sobre as operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de investimento não incidirá nenhum imposto ou contribuição social de competência da União.</p> <p>§ 6º O fundo de investimento deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido no seu estatuto.</p>	<p><b>Art. 56.</b> O fundo de investimento de que trata o art. 55 deverá ter natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e do administrador, sujeitando-se a direitos e obrigações próprias.</p> <p>§ 1º A integralização das cotas do fundo de investimento será autorizada em ato do Poder Executivo, ouvido o CGFFS.</p> <p>§ 2º O fundo de investimento terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior.</p> <p>§ 3º O fundo de investimento responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, ficando o cotista obrigado somente pela integralização das cotas que subscrever.</p> <p>§ 4º A dissolução do fundo de investimento dar-se-á na forma de seu estatuto, e seus recursos retornarão ao FS.</p> <p>§ 5º Sobre as operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de investimento não incidirá qualquer imposto ou contribuição social de competência da União.</p> <p>§ 6º O fundo de investimento deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido no seu estatuto.</p>
<p><b>Art. 11.</b> O estatuto do fundo de investimento definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial de investimentos.</p>	<p><b>Art. 57.</b> O estatuto do fundo de investimento definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial de investimentos.</p>
<p><b>Art. 12.</b> Fica criado o Conselho Deliberativo do Fundo Social - CDFS, com a atribuição de deliberar sobre a prioridade e a destinação dos recursos resgatados do FS para as finalidades estabelecidas no art. 1º.</p> <p>§ 1º <i>O CDFS contará com a participação de representantes da sociedade civil e da administração pública federal e terá sua composição, competência e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo.</i></p> <p>§ 2º Aos membros do CDFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p>	<p><b>Art. 58.</b> 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.</p> <p>§ 1º A composição, as competências e o funcionamento do CDFS serão estabelecidos em ato do Poder Executivo.</p> <p>§ 2º Aos membros do CDFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.</p> <p>§ 3º <i>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.</i></p> <p>§ 4º <i>O CDFS deverá submeter os programas e projetos a criteriosa avaliação quantitativa e qualitativa durante todas as fases de execução, monitorando os impactos efetivos sobre a população e nas regiões de intervenção, com o apoio de instituições públicas e universitárias de pesquisa.</i></p> <p>§ 5º <i>Os recursos do FS destinados aos programas e projetos de que trata o art. 47 devem observar critérios de redução das desigualdades regionais.</i></p>
<p><b>Art. 13.</b> As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FS serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei nº 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.</p> <p>Parágrafo único. Decreto do Poder Executivo definirá as regras de supervisão do FS, sem prejuízo da fiscalização dos entes competentes.</p>	<p><b>Art. 59.</b> As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FS serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei nº 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.</p> <p>Parágrafo único. Ato do Poder Executivo definirá as regras de supervisão do FS, sem prejuízo da fiscalização dos entes competentes.</p>
<p><b>Art. 14.</b> O Ministério da Fazenda encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho do FS, conforme disposto em regulamento do fundo.</p>	<p><b>Art. 60.</b> O Poder Executivo encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho do FS, conforme disposto em regulamento do Fundo.</p>

**ANEXO 3: Lei nº 11.887/2008**

**Art. 1º** Fica criado o Fundo Soberano do Brasil - FSB, fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

**Art. 2º** Os recursos do FSB serão utilizados exclusivamente para investimentos e inversões financeiras nas finalidades previstas no art. 1º desta Lei, sob as seguintes formas:

I - aquisição de ativos financeiros externos:

a) mediante aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal; ou

b) diretamente, pelo Ministério da Fazenda; ou

II - por meio da integralização de cotas do fundo privado a que se refere o art. 7º desta Lei.

§ 1º É vedado ao FSB, direta ou indiretamente, conceder garantias.

§ 2º As despesas relativas à operacionalização do FSB serão por ele custeadas.

§ 3º As aplicações em ativos financeiros do FSB terão rentabilidade mínima estimada por operação, ponderada pelo risco, equivalente à taxa Libor (London Interbank Offered Rate) de 6 (seis) meses.

§ 4º Os ativos decorrentes de aquisições diretas pelo Ministério da Fazenda, de que trata o inciso I do caput, quando se referirem:

I - a ativos de renda fixa e de renda variável internacionais, deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do FSB, em instituição financeira federal no exterior;

II - a moeda estrangeira, deverão ser depositados em instituição financeira federal no exterior, até a realização do investimento na forma deste artigo.

**Art. 3º** O FSB será regulamentado por decreto que estabelecerá inclusive:

I - diretrizes de aplicação, fixando critérios e níveis de rentabilidade e de risco;

II - diretrizes de gestão administrativa, orçamentária e financeira;

III - regras de supervisão prudencial, respeitadas as melhores práticas internacionais;

IV (Revogado)

V - outros dispositivos visando ao adequado funcionamento do fundo.

**Art. 4º** Poderão constituir recursos do FSB:

I - recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública;

II - ações de sociedade de economia mista federal excedentes ao necessário para manutenção de seu controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; e

III - resultados de aplicações financeiras à sua conta.

IV - títulos da dívida pública mobiliária federal.

§ 1º Os recursos do FSB, enquanto não destinados às finalidades previstas no art. 1º desta Lei, ficarão depositados na Conta Única do Tesouro Nacional.

§ 2º Fica a União autorizada a emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal.

§ 3º A União poderá resgatar antecipadamente, a valor de mercado, os títulos de que trata o § 2º.

§ 4º Fica a União autorizada a permutar com o FSB ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, e de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica.

§ 5º Os ativos de renda fixa ou variável domésticos recebidos diretamente pelo FSB deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do Fundo, em instituição financeira federal.

**Art. 5º** Os recursos decorrentes de resgates do FSB atenderão exclusivamente o objetivo de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e serão destinados conforme disposto na lei orçamentária anual.

§ 1º Para a consecução do objetivo que trata o caput deste artigo, o Conselho Deliberativo do FSB elaborará parecer técnico demonstrando a pertinência do resgate ante ao cenário macroeconômico vigente.

§ 2º É vedada a vinculação de recursos de que trata o caput deste artigo, bem como sua aplicação em despesas obrigatórias de caráter continuado.

**Art. 6º** Decreto do Poder Executivo instituirá o Conselho Deliberativo do FSB, composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, pelo Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, e disporá sobre suas atribuições, estrutura e competências. (Vide Decreto nº 7.113, de 2010)

§ 1º Observado o disposto no art. 3º desta Lei, caberá ao Conselho Deliberativo, sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, aprovar a forma, o prazo e a natureza dos investimentos do FSB.

§ 2º A União poderá, a critério do Conselho Deliberativo, contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FSB, as quais farão jus à remuneração pelos serviços prestados.

**Art. 7º** A União, com recursos do FSB, poderá participar como cotista única de Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização - FFIE, a ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o inciso XXII do art. 4º da Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

§ 1º O FFIE terá natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e estará sujeito a direitos e obrigações próprias.

§ 2º A integralização das cotas do FFIE será autorizada por decreto mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

§ 3º O FFIE terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior, com vistas na formação de poupança pública, mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e fomento a projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

§ 4º O FFIE responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, não respondendo o cotista por qualquer obrigação do FFIE, salvo pela integralização das cotas que subscrever.

§ 5º A dissolução do FFIE dar-se-á na forma de seu estatuto e seus recursos retornarão ao FSB.

§ 6º Sobre operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de que trata o caput deste artigo não incidirá nenhum imposto ou contribuição social de competência da União.

§ 7º Fica a União, inclusive por meio do FSB, autorizada a permutar com o FFIE ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica.

**Art. 8º** O estatuto do FFIE deverá ser aprovado pelo cotista, por intermédio do Ministério da Fazenda.

Parágrafo único. O estatuto definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial do FFIE.

**Art. 9º** As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FSB serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei no 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.

**Art. 10.** O Ministério da Fazenda encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho, conforme disposto em regulamento do FSB.

**Art. 11.** O FFIE deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido em estatuto.

**Art. 12.** Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.