

# REVISTA de INFORMAÇÃO LEGISLATIVA

Brasília • ano 49 • nº 194  
abril/junho – 2012

SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS DO SENADO FEDERAL

# Regulação dos Fundos Soberanos

## O debate norte-americano

Leonel Cesarino Pessoa

### Sumário

1. Introdução. 2. A nova atuação dos Fundos Soberanos - FS. 3. Defesa da não regulação. 4. Defesa de uma regulação *branda*. 5. Defesa de uma regulação *dura*. 6. Considerações finais.

### 1. Introdução

Houve, nas últimas décadas, um grande crescimento do Investimento Direto no Exterior (IED). De acordo com dados da UNCTAD, o fluxo de IED, que era, em 1982, da ordem de US\$ 52 bilhões, atingiu, em 2007, US\$ 1,9 trilhão, o que fez com que o saldo de IED acumulado, do início dos anos 1980 até 2007, atingisse a impressionante cifra de US\$ 15,6 trilhões (UNITED NATIONS, 2008, p. 15).

Parte desse investimento foi feito pelos chamados Fundos Soberanos. Esses investidores não são novos. Eles existem desde 1953, quando foi criado o Fundo Soberano do Kwait - *KIA Kwait Investment Authority*. Outros tantos, como o *ADIA - Abu Dhabi Investment Authority* -, o *Temasek Holding*, de Singapura, e o *Permanent Reserve Fund*, do Alasca, já existem há mais de 30 anos.

Atualmente, de acordo com dados do *Sovereign Wealth Fund Institute*, há 54 Fundos Soberanos em 40 países. Em dezembro de 2008, por meio da Lei nº 11.887, também o Brasil criou um Fundo Soberano, regulamentado, em dezembro de 2009, pelo Decreto 7.055.

Leonel Cesarino Pessoa é Doutor em Direito pela USP, foi pesquisador visitante na *New School for Social Research* (Nova York/EUA) e na *Università Commerciale Luigi Bocconi* (Milão/Itália). Professor do programa de Mestrado e Doutorado em Administração de Empresas da Universidade Nove de Julho. Juiz do TIT - Tribunal de Impostos e Taxas e advogado em São Paulo.

Recentemente, no entanto, os Fundos Soberanos passaram a chamar a atenção do meio acadêmico e do público em razão de suas novas políticas de investimento: em vez de comprar títulos do tesouro americano, eles passaram a investir em ativos com maior risco e retorno, tais como *private equities* e participações em empresas.

O resultado dessa nova política foi uma grande preocupação, na Europa, nos Estados Unidos e em outros países como a Austrália e o Canadá, sobre a regulação desses Fundos. Também no Brasil, tramita, na Câmara dos Deputados, o Projeto de Lei 3.581, de 2008, com o objetivo de limitar a atuação dos Fundos Soberanos no território nacional.

Se, por um lado, acredita-se que o fluxo de capital provindo dos Fundos Soberanos seja benéfico para a economia dos países destinatários do investimento, por outro lado, teme-se que uma série de distorções possam resultar desses investimentos. Teme-se que seus objetivos possam não ser simplesmente maximizar seus investimentos, mas atuar estrategicamente (controlando o acesso a ativos estratégicos e estabelecendo ações que possam distorcer a formação de preços) em benefício de seu país de origem, com riscos para o país destinatário do investimento.

O debate sobre a regulação dos Fundos Soberanos ainda é incipiente no Brasil, mas já se desenvolve, há algum tempo, nos Estados Unidos. O objetivo deste trabalho é descrever essa nova atuação dos Fundos Soberanos e apresentar o debate sobre sua regulação, tal como ele se desenvolve no direito norte-americano.

O estudo do debate estadunidense sobre a regulação dos Fundos Soberanos justifica-se por pelo menos duas razões. Por um lado, tendo em vista que a internacionalização das empresas nacionais pode contribuir em muito para a dinamização da economia brasileira e que a continuidade dos níveis atuais de IED depende da qualidade das políticas públicas associadas (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008, p. 83), trata-

-se de discutir o fundo soberano como política pública, instituída com o objetivo de apoiar a internacionalização das empresas brasileiras.

Se um dos objetivos do Fundo Soberano do Brasil é “fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior” (Lei 11.887/08, artigo 1º), é importante que as restrições aos investimentos dos Fundos Soberanos sejam conhecidas e discutidas, de forma que o recém-criado Fundo Soberano do Brasil obtenha o maior êxito possível nas suas funções.

Por outro lado, pretende-se contribuir para a discussão sobre a regulação dos Fundos Soberanos com o objetivo de que o Projeto de Lei 3.581, de autoria do Deputado Fernando Diniz, em tramitação no Congresso Nacional, seja analisado à luz de toda discussão que existe, hoje, no mundo, sobre a regulação dos Fundos Soberanos para que os investimentos dos Fundos Soberanos estrangeiros no Brasil sejam regulados de forma que a economia brasileira possa tirar deles o máximo proveito.

O trabalho será dividido em cinco partes, além desta introdução. Na primeira parte, os Fundos Soberanos serão sucintamente introduzidos e será mostrada sua nova política de investimentos. Na segunda, terceira e quarta partes, serão apresentadas e analisadas três visões diferentes sobre a regulação dos Fundos Soberanos: a proposta daqueles que defendem que não deve haver regulação alguma além das regras já existentes, a proposta de regulação branda e as propostas de regulação que procuram estabelecer regras mais duras para esses Fundos. A sexta parte traz as considerações finais apontando algumas das vantagens e desvantagens de cada tipo de regulação e sugerindo novos tendo em vista o caso específico do Brasil.

## 2. A nova atuação dos Fundos Soberanos – FS

Hoje em dia, acredita-se que o IED para fora e para dentro gera benefícios

para sistemas econômicos crescentemente interdependentes. Parte desses investimentos pode ser e é, hoje em dia, feito por Fundos Soberanos. Uma das razões da importância do investimento direto estrangeiro, por exemplo, nos Estados Unidos, é de ordem macroeconômica. O relatório preparado, em junho de 2008, pelo *Joint Committee on Taxation* do Congresso, intitulado *Economic and U.S. Income Tax Issues Raised by Sovereign Wealth Fund Investment in the United States* (JOINT COMMITTEE ON TAXATION, 2008, p. 1), explicita essa importância. De acordo com o documento, sempre que um país importa mais que exporta, a moeda que seus residentes usam para importar deve retornar ao país, seja como pagamento pelas exportações do país, seja para comprar ativos no país. Como, nos últimos 25 anos, o saldo da balança comercial dos Estados Unidos tem sido negativo, nesse país, os investimentos dos Fundos Soberanos são especialmente importantes. A rigor, o influxo de recursos no mercado de capitais americano sob a forma de investimentos diretos é um dos fatores que sustenta o déficit da Balança Comercial americana. Mas, de acordo com Coutinho, Hiratuka e Sabatini (2008, p. 69), não apenas fatores macroeconômicos, mas também microeconômicos e ligados ao comércio exterior atestam a importância do investimento direto estrangeiro, a cargo também dos Fundos Soberanos.<sup>1</sup>

No entanto, ainda que esses investimentos possam trazer grandes benefícios para os países destinatários, recentemente eles passaram a preocupar as autoridades de diversos desses países.

Os Fundos Soberanos existem já há muito tempo, mas recentemente eles começaram a chamar a atenção em razão do seu enorme crescimento nos últimos anos: eles têm se multiplicado em número e o valor dos seus ativos também tem crescido exponencialmente. Estimativas do FMI apontam que os ativos dos Fundos Soberanos eram

da ordem de US\$ 2 a 3 trilhões em fevereiro de 2008 (IMF, 2008, p. 6). Estima-se que esse valor possa atingir US\$ 13,4 trilhões em uma década (IMF, 2008, p. 6; LYONS, 2008, p. 179).

A inexatidão sobre os valores – que é patente nos dados do FMI – reflete o grau de transparência dos diversos Fundos Soberanos. Enquanto alguns, como o *Government Pension Fund*, da Noruega, são absolutamente transparentes, sobre outros Fundos pouco se sabe. No texto do FMI, estimativas sobre o *ADIA – Abu Dhabi Investment Authority* – indicavam um valor entre 250 e 875 bilhões de dólares.

Até pouco tempo, os investimentos dos Fundos Soberanos eram considerados conservadores: investia-se em “*US treasury securities*” e outros “*national government bonds*” (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1347).<sup>2</sup>

Recentemente, no entanto, vários fundos soberanos passaram a anunciar uma mudança na estratégia de investimentos em direção a ativos com maior risco e retorno, tais como *equities* e de participação em empresas. Mesmo o *Government Pension Fund*, da Noruega, considerado um dos mais conservadores entre os Fundos Soberanos, anunciou um aumento na alocação de recursos em *equities*: elas passariam de 40% a 60% de seu portfólio (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1348).

Essa mudança na política dos Fundos Soberanos resultou em uma série de novos investimentos, antes inimagináveis. Recentemente, o *ADIA – Abu Dhabi Investment Authority* adquiriu 4,9% das ações ordinárias do Citibank. Uma fabricante de *chips (chipmaker)*, com contratos significativos com o departamento de defesa dos Estados Unidos, vendeu 8,1% das ações ordinárias para outro fundo dos Emirados Árabes (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1348). Em 2007, aproximadamente 10% das ações, ainda que sem direito a voto, da Blackstone – um grande grupo de *private*

<sup>1</sup> Ver também Campanário et al (2011).

<sup>2</sup> Ver também *International Monetary Fund* (2008, p. 8).

*equity* que, indiretamente, por meio de suas *holdings*, é um dos maiores empregadores dos Estados Unidos – foram compradas por entidades controladas pelo governo chinês. Entidades da China e de Singapura estavam também, em 2008, discutindo a compra de posições significantes na Barclays (SUMMERS, 2007).

Essa mesma mudança de estratégia não se limita, no entanto, aos Fundos Soberanos desses países. Os Fundos Soberanos de Dubai e Qatar também sinalizam com mudanças: anunciaram investimentos na *Nasdaq* e na *London Stock Exchanges* (EIZENSTAT; LARSON, 2007). De acordo com um texto de 2007 de Lawrence Summers, [então] diretor do National Economic Council dos Estados Unidos, o governo do Qatar estaria tentando adquirir o controle do J. Sainsbury, uma das maiores redes de supermercado da Inglaterra, e a estatal russa de gás, denominada *Gazprom*, controlada pelo Kremlin, teria, nessa época, interesse estratégico no setor de energia de uma série de países e mesmo uma participação na *Airbus* (SUMMERS, 2007). Por outro lado, no final de 2006, houve uma tentativa – não concretizada – do *Dubai Ports World* de adquirir os portos dos Estados Unidos.

Essa mudança na estratégia de investimento dos Fundos Soberanos começou a lançar medo, nos Estados Unidos, na Europa e em diversos outros países, sobre a motivação desses investimentos. Nos Estados Unidos, uma primeira medida tomada pelo governo foi a promulgação do *Foreign Investment and National Security Act – FINSIA* –, em 2007, na esteira das calorosas discussões em torno da investida da *Dubai Ports World*.<sup>3</sup> O objeto dessa Lei foi proteger a segurança nacional. Nas palavras de Christopher Weimer: “A lei representa o maior esforço legislativo recente de definir

<sup>3</sup> Stephen K. Pudner (2007, p. 1277) descreve as origens do CFIUS (*Committee on Foreign Investment in the United States*), que remonta ao ano de 1975, e as alterações em razão da promulgação, pelo presidente Bush, da FINSIA em 26 de julho de 2007.

o papel que as preocupações com a segurança nacional devem desempenhar na regulação dos investimentos estrangeiros” (WEIMER, 2009, p. 663).

Mas não é um suposto risco à segurança dos Estados Unidos o que mais preocupa os que temem a atuação dos Fundos Soberanos nesse país. Teme-se, mais que isso, que eles possam pretender utilizar suas posições nas empresas estadunidenses com finalidades políticas. Lawrence Summers e o SEC Chairman Christopher Cox estão entre os que mais têm chamado a atenção para esses fatos (EPSTEIN; ROSE, 2009, p. 112). Nas palavras de Summers:

“A lógica do sistema capitalista depende de os acionistas impulsivarem a companhia a agir de forma a maximizar o valor de suas ações. Está longe de ser óbvio que essa será, ao longo do tempo, a única motivação dos governos como acionistas. Eles podem querer ver suas companhias nacionais competirem efetivamente ou extrair tecnologia ou mesmo ganhar influência” (SUMMERS, 2007).<sup>4</sup>

Acredita-se que os Fundos Soberanos possam adquirir participação em empresas não por razões meramente econômicas, mas por razões estratégicas: para tentar influenciar a atuação da empresa de que participa com o objetivo de, por meio dessa ação, conseguir algum objetivo maior, algum benefício tangível ou intangível para o próprio país.<sup>5</sup>

Richard Epstein e Amanda Rose exemplificam o que poderia ser uma atuação

<sup>4</sup> “The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They may want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence”.

<sup>5</sup> Ver também *International Monetary Fund* (2008, p. 15). Gilson e Milhaupt (2008, p. 1348) explicam que, como a CFIES já se ocupa de controlar se uma transação está sendo controlada por um governo estrangeiro, o problema que se apresenta é o da aquisição de parte significativa de uma empresa e não de seu controle.

nesses moldes: um determinado Fundo Soberano pode tentar influenciar uma determinada empresa na qual investiu a instalar uma fábrica no seu próprio país.

Ainda que, de uma perspectiva econômico-financeira, esse investimento não se mostrasse um investimento lucrativo, a instalação da fábrica geraria empregos e poderia, dessa forma, contribuir para atenuar o problema do desemprego no país de origem do Fundo Soberano (EPSTEIN; ROSE, 2009, p. 124).

Mas essas preocupações com os investimentos dos Fundos Soberanos são procedentes? Ao contrário, não é restringindo a atuação desses grandes investidores que poderia estar se criando problemas para a economia do país? Respostas a questões como essas deram lugar a um debate no direito dos Estados Unidos sobre três formas distintas de regular os Fundos Soberanos: a que foi chamada neste trabalho de defesa da não regulação, de uma regulação branda e de uma regulação dura.

### 3. Defesa da não regulação

Richard Epstein e Amanda Rose estão entre aqueles que defendem que, até o presente momento, as barreiras legais existentes já são suficientes para regular os fundos soberanos e que nenhuma regulação adicional deve ser criada.

Em síntese, Epstein e Rose argumentam que, até hoje, os fundos soberanos comportaram-se como investidores modelo; que o arcabouço jurídico já existente é plenamente suficiente para coibir tudo o que está sendo temido; que qualquer regulação adicional teria um alto custo tanto de criação como de implementação e, enfim, que uma eventual e suposta atuação estratégica não constitui perigo real para a economia estadunidense (EPSTEIN; ROSE, 2009, p. 117).

O primeiro argumento em defesa da posição de que as restrições atuais são suficientes é o fato de os Fundos Soberanos

terem se comportado, até hoje, como investidores exemplares. Esse fato é argumentado de duas formas distintas: de uma maneira positiva, descrevendo-se a atuação dos Fundos Soberanos até hoje e, de uma maneira negativa, mostrando que o que se quer proibir nunca foi a prática dos Fundos Soberanos.

O *assistant secretary for international affairs* do Tesouro dos Estados Unidos, Clay Lowery – ainda que tenha se posicionado a favor de uma regulação branda dos Fundos Soberanos –, por exemplo, defende essa posição de que os Fundos Soberanos comportaram-se, até hoje, como investidores modelo. Apontou alguns traços nos investimentos dos Fundos Soberanos que atestam seu caráter exemplar como investidores:

“Fundos Soberanos são, em princípio, investidores de longo prazo dos quais se pode esperar que mantenham uma alocação estratégica de ativos a despeito de perdas de curto prazo. Eles não são altamente alavancados. Eles não podem ser forçados por exigências do capital ou retiradas dos investidores a liquidar posições rapidamente. Eles têm acesso e frequentemente fazem uso de administradores de fundos privados, consultores, administradores e depositários bem conceituados” (LOWERY, 2007).<sup>6</sup>

Por outro lado, Richard Epstein e Amanda Rose (2009) argumentam que não há, até hoje, qualquer evidência de que os Fundos Soberanos tenham agido, em momento algum, de forma política ou estratégica. Diante disso, alguns defensores de uma regulação mais dura costumam apontar a estatal de gás russa *Gazprom* como suposta evidência, pois ela é acusada de operar estrategicamente em seus investimentos na Europa Ocidental (EPSTEIN; ROSE, 2009, p. 116; SUMMERS, 2007).

<sup>6</sup> A esse respeito ver também *International Monetary Fund* (2008, p. 10).



A esse propósito, o membro da Comissão Europeia Charlie McCreevy, fazendo referência expressa à *Gazprom* pergunta-se: “Qual a diferença entre uma empresa estatal e um Fundo Soberano?” (TRAYNOR, 2008).

Por outro lado, sustenta-se que o arcabouço jurídico atualmente existente é suficiente para coibir qualquer abuso por parte dos Fundos Soberanos. Já há uma série de normas que impõem limites aos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos e nos mais diversos países.

Nos Estados Unidos, eles têm, por exemplo, que respeitar as regras aplicáveis aos fundos de *hedge* e *private-equity*, de acordo com as quais, nos termos do *Security Exchange Act*, de 1934, são obrigadas a fazer *disclosure*<sup>7</sup> se adquirirem 5% ou mais em ações [*equity stake*] de uma empresa pública.

Os Fundos Soberanos, assim como todas as outras empresas que atuam nos Estados Unidos, estão sujeitos aos dispositivos que coíbem as fraudes e estão previstos nas legislações específicas sobre concorrência, valores mobiliários e assim por diante. Punição à atuação em algo como espionagem industrial está prevista em diversos estatutos, inclusive na esfera criminal.

Há, por outro lado, leis restringindo os investimentos estrangeiros em atividades específicas, tais como energia nuclear e companhias aéreas, e, por último, como já foi mencionado acima, os investimentos estrangeiros já estão sujeitos à revisão por parte do CFIUS – *Committee on Foreign Investment in the United States* – na forma como foi estabelecido pelo FINSA, de 2007. De acordo com Epstein e Rose (2009, p. 118):

“Sob o processo geral da CFIUS, qualquer transação que possa resultar no ‘controle’ por parte de uma entidade estrangeira de uma companhia ocupada de comércio interestadual está sujeita a revisão, no prazo de 30 dias,

para se determinar os efeitos da transação sobre a segurança nacional”.

Por todo esse conjunto de fatores, a primeira posição é a de que não deve haver qualquer regra adicional, além das normas atualmente existentes. Como, no entanto, a imprensa anunciava, cada vez mais, preocupações com suposta e eventual atuação estratégica dos Fundos Soberanos, outra posição se consolidou.

#### 4. Defesa de uma regulação branda

Algumas pessoas e entidades entendem que o estado atual da legislação não é suficiente para coibir eventual atuação estratégica dos Fundos Soberanos, mas não defendem que sejam criadas novas regras jurídicas, no sentido tradicional. Propõem uma regulação mais branda, por meio de princípios e práticas uniformemente aceitas. Esse é o sentido da proposta da OCDE e da proposta do FMI, que será apresentada, brevemente, em seguida.

Em outubro de 2007, o comitê financeiro do FMI pediu ao próprio FMI que iniciasse uma discussão com o objetivo de identificar um conjunto de *best practises* para o gerenciamento dos Fundos Soberanos. A partir de então, uma série de eventos se sucederam até que se chegasse a um conjunto de princípios: os GAPP (*Generally Accepted Principles and Practises*) ou *Santiago Principles* foram estabelecidos em outubro de 2008.

Inicialmente, em 30 de abril de 2008, foi criado um grupo de trabalho – o *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* – para estabelecer princípios que refletissem os objetivos e práticas dos investimentos dos Fundos Soberanos. Constituíram o grupo de trabalho representantes de 23 países membros com Fundos Soberanos, além de representantes de 3 países observadores permanentes, do Banco Mundial e da OCDE.

No início dos trabalhos, a grande diversidade de práticas gerenciais dos Fundos Soberanos e dos arcabouços institucionais

<sup>7</sup> Sobre a política da *disclosure* ver também Leães (1982, p. 88 *et seq.*).

envolvidos parecia fazer com que o consenso fosse algo muito difícil. De acordo com o relatório apresentado por Hamad Al Hurr Al-Suwaidi (2008), subsecretário do Departamento de Finanças do Abu Dhabi – e que foi escolhido junto com Jaime Caruana, Diretor do Departamento Monetário e de Mercado de Capitais do FMI para copresidir o grupo de trabalho –, havia unanimidade sobre o fato de que se deveria dar uma resposta à crescente preocupação que se via na mídia e nos países receptores (INTERNATIONAL..., 2008b, p. 4).

Desde o início, foi reconhecido que os investimentos são muito importantes, pois podem trazer muitos benefícios para a economia tanto dos países que investem como dos países receptores do investimento, mas que, também, oferecem algum risco aos mercados internacionais. Daí a necessidade de se estabelecerem os princípios.

Como resultado de alguns meses de trabalho, foram estabelecidos acordos entre os Fundos Soberanos em bases satisfatórias, de forma a assegurar que os seus investimentos sejam feitos sempre de acordo com critérios econômico-financeiros. A partir desses acordos, foram redigidos os princípios.

Não se trata de novas normas, nos moldes das normas tradicionais. Essas contêm uma estrutura básica, da qual a sanção é elemento fundamental, de forma que, no caso de violação da norma, a sanção, a ser imposta coercitivamente, seja a consequência imediata. Os *Santiago Principles*, no entanto, não preveem sanção. Os princípios têm uma outra estrutura e foram estabelecidos por refletirem as práticas dos diversos Fundos Soberanos e, nos casos em que não havia uniformidade quanto às práticas, por haver um acordo entre os próprios Fundos quanto a seu conteúdo, isto é, pelo fato de haver uma aceitação, pelos próprios Fundos, de que eles devem passar a se reger nessa base. Essa aceitação, portanto, é a garantia maior de que são e continuarão sendo aplicados. De acordo com o texto do próprio GAPP:

“O propósito do GAPP é identificar um arcabouço de princípios e práticas aceitos de forma geral e que reflitam corretamente os acordos sobre governança e *accountability*, assim como as condutas dos diversos Fundos Soberanos numa base prudente e confiável. Elementos do GAPP foram extraídos de uma revisão das práticas dos Fundos Soberanos atualmente existentes” (INTERNATIONAL..., 2008b, p. 4).

Os *Santiago Principles* consistem em 52 páginas, nas quais foram estabelecidos 24 princípios, seguidos sempre por uma explicação e comentário a respeito do próprio princípio, além de três apêndices nos quais fundos soberanos são definidos (apêndice I); a lista dos membros do *International Working Group* (IWG) e dos países receptores, que participaram das reuniões do IWG, é apresentada (apêndice II) e são apresentadas informações sobre os Fundos Soberanos dos países membros do IWG.

Examine, por exemplo, o princípio 2º. Ele determina que “o propósito em termos de política do Fundo Soberano deve ser claramente definido e publicamente exposto” (INTERNATIONAL..., 2008b, p. 7). De acordo com a explicação e o comentário que se seguem, propósitos definidos facilitam a formulação de estratégias de investimento apropriadas e são uma maneira de assegurar que o gerente do Fundo vai atuar dentro desses limites e não vai agir de forma estratégica em benefício da agenda de algum governo.

Defende-se que esse modo de regulação teria o efeito de uma resposta àqueles que entendem que, hoje, o medo se justifica, pois que a regulação é insuficiente, sem incorrer nos perigos de criar regras que terminem por afastar o investimento desejado.

### 5. Defesa de uma regulação dura

Outros autores, preocupados com a nova política dos Fundos Soberanos, defen-



dem que sejam criadas barreiras adicionais. Eles acreditam que a nova atuação dos Fundos Soberanos apresenta sério risco aos países destinatários de seus recursos e que esse risco somente pode ser controlado por meio da criação de novas regras. Não de novos princípios como os estabelecidos pelo grupo de trabalho do FMI, mas regras dotadas de sanção, que possam ser imediatamente aplicadas no caso de uma violação.

Várias propostas foram feitas visando ao endurecimento das normas que regulam a atuação dos Fundos Soberanos. Foi sugerido, por exemplo, que os Fundos Soberanos só pudessem investir por meio de intermediários financeiros. Outra proposta foi de que os Fundos Soberanos estivessem limitados a investir em Fundos de índice global (EPSTEIN; ROSE, 2009, p. 119).

De acordo com outros trabalhos, essas medidas seriam extremas e poderiam afastar os investimentos dos Fundos Soberanos. Diante disso, eles defenderam, então, a adoção de novas normas, também providas de sanção, mas normas que consideravam não tão rígidas. Nesse sentido, foi sugerido que fosse proibido que os Fundos Soberanos assumissem posições de controle em companhias domésticas e que fossem sujeitos a normas de *disclosure* e governança, não nos moldes dos princípios do FMI, mas regras dotadas de sanção que pudessem ser impostas coercitivamente.

Nessa linha, Ronaldo Gilson e Curtis Milhaupt (2008, p. 1362) propuseram que, quando os Fundos Soberanos adquirissem ações de uma determinada empresa, lhes fosse cerceado o direito de voto.

Para esses autores, a regulação branda é insuficiente, pois que não trabalha no ponto central que poderia resolver o problema: a governança corporativa, isto é, o complexo de mecanismos que estão na base das decisões das empresas. Isso inclui práticas gerenciais, e rotinas organizacionais, assim como os procedimentos formais estabelecidos na legislação e jurisprudência. Se um Fundo Soberano pretender influenciar

uma determinada empresa a agir estrategicamente, isso será feito por meio dessa estrutura.

Suponha-se que um determinado Fundo Soberano procure influenciar um executivo de uma determinada empresa a autorizar transferência de tecnologia para alguma outra empresa em seu país de origem, sem que essa transação tenha qualquer interesse comercial para a empresa que transferiria a tecnologia. No caso de ele resistir, o Fundo Soberano poderia tentar forçar sua demissão. Caso não conseguisse, poderia tentar obter o apoio de outros acionistas para eleger uma nova diretoria. Por isso, Gilson e Milhaupt (2008, p. 1364) acreditam que a “influência informal de um Fundo Soberano depende, em última instância, de sua influência formal – da sua habilidade em exercer seu direito de voto que as ações lhes proporcionam”.

Daí eles concluírem:

“Se a influência de um Fundo Soberano como acionista depende de sua habilidade em exercer o direito de voto que suas ações lhe proporcionam, então o meio óbvio para prevenir o comportamento estratégico – comportamento que beneficia o Fundo Soberano ou seu proprietário Soberano de maneiras que não beneficiem outros acionistas na mesma proporção – é restringir o direito de voto do Fundo Soberano. Ações de empresas estadunidenses adquiridas por Fundos Soberanos perderiam seu direito de voto” (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1364).

De acordo com os autores da proposta, essa perda de direito de voto não inviabilizaria comercialmente as ações, pois, tão logo os Fundos Soberanos se desfizessem das ações, o direito de voto seria restaurado. De qualquer forma, o endurecimento das regras poderia desencorajar novos investimentos. Os defensores da tese reconhecem essa possibilidade, mas entendem que essa é a única alternativa capaz de

evitar possíveis ações estratégicas por parte dos Fundos Soberanos.

### 6. Considerações finais

Como foi visto, o IED para fora e para dentro gera benefícios para sistemas econômicos crescentemente interdependentes e parte desse investimento é feito por Fundos Soberanos. Como há interesse, tanto no investimento do Fundo Soberano do Brasil no exterior, como no investimento que os Fundos Soberanos dos diversos países possam fazer no Brasil, tratou-se de analisar o debate sobre sua regulação, principalmente em função do temor recente de que sua atuação signifique uma forma diferente de atuação do Estado na economia. Como atualmente esse é um debate fundamentalmente norte-americano, tratou-se de analisar a literatura desse país.

Nesse sentido, Gilson e Milhaupt escrevem que, tradicionalmente, em uma economia capitalista, “a empresa individual é a unidade cujo valor se quer maximizar”. Regras tais como as da OMC foram elaboradas “com o objetivo de impedir os governos de mudar o nível de maximização das empresas para o Estado” (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1346).

O que se teme é que a nova atuação dos Fundos Soberanos possa ter exatamente essa consequência – que eles descrevem como uma nova forma de capitalismo e chamam de “novo mercantilismo”: “Nessa forma, o país é a unidade cujo valor deve ser maximizado, com um aumento crescente no papel do governo nacional como um participante direto e coordenador desse esforço” (GILSON; MILHAUPT, 2008, p. 1346).

Em outras palavras, teme-se que os Fundos possam atuar, de forma estratégica, buscando, por exemplo, controlar o acesso a ativos estratégicos ou agindo de forma a distorcer a formação de preços, em benefício de seu país de origem.

Diante disso, foram apresentadas as três propostas de regulação dos Fundos Sobe-

ranos que aparecem no debate norte-americano: de acordo com o primeiro grupo, as regras existentes são suficientes para coibir qualquer eventual atuação estratégica; o segundo grupo defende a implementação de uma regulação adicional, nos moldes do código de conduta estabelecido pelo FMI; e o terceiro grupo, por sua vez, defende a criação de novas normas, que possam coibir, de forma mais rígida, a atuação dos Fundos Soberanos.

Alguns efeitos positivos da regulação branda posta em prática pelo FMI já podem ser identificados: alguns Fundos Soberanos estão, gradativamente, aderindo aos princípios estipulados por esta organização, o que significa, para muitos deles, uma alteração de suas práticas, tornando-se, por exemplo, mais transparentes.

Mas seria conveniente uma regulação mais dura? Argumentando especificamente no sentido de que o perigo de uma suposta atuação estratégica, de fato, não existe, Epstein e Rose (2009, p.124) sustentam que, por maior que seja o volume de recursos alocados pelos Fundos Soberanos, o processo especulativo não cria problemas, pois deve ser contrabalançado, por meio de ajustes, no próprio preço dos demais ativos dos mercados financeiros globais. A ideia por trás desse argumento reside em que os mercados financeiros são eficientes, excluindo ganhos especulativos, devido à arbitragem, que consiste no reequilíbrio dos preços dos ativos em mercados que apresentem preços diferentes, quando expressos em uma mesma moeda.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> “Inicialmente, a capacidade dos Fundos Soberanos de distorcer o mercado de capitais dessa maneira é limitada. Assuma-se que os Fundos Soberanos comecem a investir baseados em interesses estratégicos e não de acordo com princípio de investimento. O que eles podem fazer para influenciar o preço no qual os títulos são avaliados? Eles vão fazer com que o preço de alguns títulos suba e fazer com que o preço de outros caia. [Isso pode parecer uma distorção], mas ignora os passos corretivos que outros agentes, livres de tais inibições, podem desempenhar no mercado. (Lembre-se que os 2 a 3 trilhões de dólares administrados pelos Fundos Soberanos competem com os 62 trilhões de

Além disso, como foi visto, não há, até hoje, nenhum exemplo de atuação estratégica por parte dos Fundos Soberanos que justifique acreditar-se que eles possam agir dessa forma. Até o presente momento, o que de concreto existe é que eles têm se comportado como investidores exemplares.

Como há muitos benefícios no investimento dos Fundos Soberanos e como barreiras adicionais podem trazer como consequência o afastamento desse investimento, é importante que a regulação e as políticas públicas no Brasil sejam pensadas a partir de dados concretos sobre quão iminente e real é esse perigo em função das leis brasileiras e da atuação atual e potencial desses Fundos no Brasil. A opção por uma forma de regulação mais dura pode variar de país para país e exigiria pesquisa empírica sólida para embasá-la. Este trabalho procurou apresentar o debate estadunidense e os argumentos que foram utilizados pelos debatedores como forma de contribuir para o início de um debate que leve em consideração os problemas e temas brasileiros. Estudos que apontem para a situação empírica brasileira são, no entanto, sugeridos como forma de embasar uma tomada de posição segura pelo Brasil.

### Referências

AL-SUWAIDI, Hamad Al Hurr. *International Working Group of Sovereign Wealth Funds: Statement*. Washington: [s.n.], 2008.

dólares em ativos globais sob controle dos investidores institucionais privados). Esses outros agentes podem fazer arranjos sutis em seu portfólio de forma a contrabalançar os riscos relevantes. Assumindo-se [grandes] mercados de capitais como os dos Estados Unidos, no final, as consequências distributivas devem ser minoradas e as consequências alocativas muito pequenas para serem medidas. A reduzida taxa de retorno seria criada por aqueles que adotassem a estratégia que não gerasse a maximização dos lucros, o que não pode ser uma razão para que os outros que agora podem ser seus [trading] parceiros oponham-se a ela" (EPSTEIN, 2009, p. 128).

BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. *Brasil globalizado*. São Paulo: Campus, 2008.

BELO, Teresinha. Um fundo soberano brasileiro: é o momento? *Texto para discussão FEE*, Porto Alegre, n. 25, jan. 2008.

BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castelar. Abertura e crescimento no Brasil. In: BARROS, Octavio; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *Brasil globalizado: o Brasil em um mundo surpreendente*. São Paulo: Campus, 2008. p. 89-124.

CAMPANÁRIO, Milton de Abreu et al. Foreign direct investment: diagnosis and proposals for a Brazilian public policy. *Internext*, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 125-158, jan./jun. 2011.

COUTINHO, Luciano; HIRATUKA Célio; SABATINI Rodrigo. Investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira. In: BARROS, Octavio; GIAMBIAGI, Fabio. *Brasil globalizado: o Brasil em um mundo surpreendente*. São Paulo: Campus, 2008. p. 63-85.

EIZENSTAT, Stuart; LARSON, Alan. The Sovereign Wealth explosion. *The Wall Street Journal*, New York, 1 Nov. 2007.

EPSTEIN, Richard A.; ROSE, Amanda M. The regulation of sovereign wealth funds: the virtues of going slow. *University of Chicago Law Review*, Chicago, n. 76, 2009.

GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a minimalist response to the new mercantilism. *Stanford Law Review*, Washington, n. 60, Feb. 2008.

GUMBEL, Peter. Stop whining about sovereign wealth funds. *Fortune*, New York, Jan. 2008.

HAGAN, Morrison; JOHANNNS, Heidi. Sovereign wealth funds: risks, rewards, regulation and the emerging cross-border paradigm. *M & A Journal*, v. 8, n. 8, Jun. 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Sovereign Wealth Funds: a work agenda*. Washington: Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, 2008, 38 p.

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. Asset-backed insecurity. *The Economist*, London, 17 Jan. 2008a.

\_\_\_\_\_. *Sovereign wealth funds: generally accepted principles and practices "Santiago Principles"*. Washington: International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008b.

JOINT COMMITTEE ON TAXATION. *Economic and U.S. income tax issues raised by sovereign wealth fund*

*investment in the United States*. Washington: The Joint Committee on Taxation, 2008.

KIMMITT, Robert M. Public footprints in private markets. *Foreign Affairs*, Tampa, v. 87, n. 1, p. 119, Jan./Feb. 2008.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LOWERY, Clay. Remarks by under acting Secretary for International affairs Clay Lowery on sovereign wealth funds and the International Financial System. *U.S. Department of the Treasury*, Washington, Jun. 2007. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp471.aspx>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

LYONS, Gerard. State Capitalism: the rise of sovereign wealth funds. *Law and Business Review of the Americas*, London, n. 14, 2008.

MELONE, Matthew A. Should the United States tax Sovereign Wealth Funds? *Boston University Law Review*, Boston, n. 26, 2008.

PUDNER, Stephen K. Moving forward from Dubai Port World: the foreign investment and national security act of 2007. *Alabama Law Review*, Tuscaloosa, v. 59, p. 1277, 2008.

RAMSEY, Jase; ALMEIDA, André (Org.). *A ascensão das multinacionais brasileiras: o grande salto de pesos-pesados regionais a verdadeiras multinacionais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SORKIN, Andrew Ross. What money can buy: influence. *The New York Times*, New York, 22 Jan. 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/01/22/>

[business/22sorkin.html?scp=1&sq=sorkin%20and%20what%20money%20can%20buy&st=cse](http://www.nytimes.com/2008/01/22/business/22sorkin.html?scp=1&sq=sorkin%20and%20what%20money%20can%20buy&st=cse)>. Acesso em: 10 fev. 2010.

SOVEREIGN Wealth Fund Institute. Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org/>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

SUMMERS, Lawrence. Funds that shake capitalist logic. *Financial Times*, London, Jul. 2007. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/2/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html#axzz1oXG7urvR>>. Acesso em: 8 mar. 2012.

TRAYNOR, Ian. Sovereign Wealth Funds likened to Gazprom as Brussels call for rules. *The Guardian*, London, 28 Feb. 2008.

UNITED NATIONS. World Investment Report 2008: transnational corporations and the infrastructure challenge. In: *UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT*, 2008, New York. Disponível em: <[http://www.unctad.org/en/docs/wir2008intro\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2008intro_en.pdf)>. Acesso em: 7 mar. 2012.

WEIMER, Christopher M. Foreign direct investment and national security Post-FINSA 2007. *Texas Law Review*, Austin, v. 87, n. 3, 2009.

WEISS, Martin A. Sovereign Wealth Funds: background and policy issues for Congress. *CRS Report for Congress*. Washington, Sept. 2008. Disponível em: <<http://fpc.state.gov/documents/organization/110750.pdf>>. Acesso em: 08 mar. 2010.

WRIGHT, C. It has to be a code. *International Financial Law Review*, London, p. 46-47, Jul. 2008.