

**34º ENCONTRO ANUAL DA ANPOCS**

**SEMINÁRIO TEMÁTICO nº 36: VARIEDADE DE  
CAPITALISMOS E DIMENSÕES DO  
DESENVOLVIMENTO**

**REGULAÇÃO DE FUNDOS SOBERANOS: UMA  
CONTRIBUIÇÃO PARA O DEBATE**

**Leonel Cesarino Pessôa, Milton de Abreu Campanário, Marcello Muniz  
da Silva e Milton de Freitas Chagas Junior.**

# REGULAÇÃO DE FUNDOS SOBERANOS: UMA CONTRIBUIÇÃO PARA O DEBATE

## Resumo

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. Parte desse investimento foi feito pelos chamados Fundos Soberanos. 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. De um ponto de vista macroeconômico, um caminho para o fortalecimento do IED, para fora e para dentro, é por meio do aumento do investimento, com monitoramento dos fluxos de capital e a utilização racional da poupança externa e os Fundos Soberanos seriam instrumentos que poderiam contribuir com a realização dessa tarefa. Os Fundos Soberanos também são importantes para os países receptores do investimento, pois contribuem para o aumento da poupança externa, o que reflete sobre o grau de investimento. Recentemente, no entanto, eles passaram a chamar a atenção em razão de suas novas políticas de investimento: em vez de comprar *US treasury securities* e outros *national government bonds*, passaram a investir em ativos com maior risco e retorno, tais como *equities* e participações em empresas. O resultado dessa nova política foi uma grande preocupação, em diversos países, com a regulação desses Fundos. De forma geral, três modelos de regulação foram propostos e discutidos pela literatura especializada: (i) uma regulação mais dura, por meio da criação de novas normas; (ii) uma regulação mais branda, por meio da criação de princípios e práticas uniformemente aceitas e (iii) a proposta dos que defendem que qualquer regulação adicional seria desnecessária e contraproducente. O objetivo desse trabalho é confrontar os três modelos de regulação, de forma a analisar qual deles permite que seja tirado o maior proveito da atuação dos Fundos Soberanos, tanto no sentido de captar o investimento internacional para o mercado interno, como no sentido de auxiliar no processo de investimento direto do Brasil no exterior. Do ponto de vista metodológico, trata-se de ensaio comparativo, de natureza exploratória, que procura confrontar e analisar as regulamentações possíveis para os Fundos Soberanos. As considerações finais apontam as vantagens e desvantagens de cada uma das linhas de regulação, sugerindo que a regulação mais branda seria mais indicada.

## 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. (UNCTAD, 2008)

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.<sup>1</sup> 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.

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 *US treasury securities* e outros *national government bonds*, eles passaram a investir em ativos com maior risco e retorno, tais como *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 objetivo desse trabalho é analisar essa nova atuação dos Fundos Soberanos e confrontar as propostas para sua regulação, de forma a analisar qual delas permite tirar o maior proveito de sua atuação, tanto no sentido de captar o investimento internacional para o mercado interno, como no sentido de auxiliar no processo de investimento direto do Brasil no exterior.

O trabalho será dividido em seis partes, além dessa introdução. Na primeira parte, os Fundos Soberanos serão sucintamente introduzidos e será mostrada sua nova política de investimentos. Na segunda parte, serão discutidos aspectos positivos que justificam a integração das economias por meio do fluxo de investimento direto no exterior. Serão apresentadas vantagens tanto para a economia destinatária do investimento como para o seu país de origem. Na terceira, quarta e quinta 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 comparando as vantagens e desvantagens de cada tipo de regulação.

O estudo das propostas de 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), 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 (melhor emprego das reservas, ação anti-cíclica e promoção da internacionalização da economia brasileira).

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.

## **2. Metodologia**

Do ponto de vista metodológico, trata-se de um ensaio, pois é concebido como uma exposição de um objeto de pesquisa, realizado por meio de apresentação original, chegando a resultados conclusivos. Trata-se de confrontar e analisar as regulamentações possíveis para os Fundos Soberanos – FS e, considerando sua natureza exploratória, apontar quais seriam as vantagens e desvantagens de cada uma das linhas até aqui identificadas.

## **3. A nova atuação dos Fundos Soberanos - FS**

Ainda que os Fundos Soberanos existam já há muito tempo, apenas recentemente eles começaram a chamar a atenção tanto do meio acadêmico como do público em geral. Isso se deve ao seu enorme crescimento nos últimos anos: os Fundos Soberanos tem 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). O *IFSL – International Financial Service London*, por sua vez, calcula que esses ativos remontam atualmente a 3,8 trilhões (IFSL, 2010). Estima-se que esse valor possa atingir US\$ 13,4 trilhões em uma década. (IMF, 2008; LYONS, 2008).

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 no “US treasury securities e outros *national government bonds*” (GILSON; MILHAUPT: 2008).<sup>ii</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)

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 (debt convertible of tis common stock) do Citibank.

Uma fabricante de chips (chipmaker), com contratos significativos com o departamento de defesa dos Estados Unidos vendeu 8,1% do common stock da Advanced Micro Devices para outro fundo dos Emirados Árabes. (GILSON; MILHAUPT, 2008).

Em 2007, aproximadamente 10% das ações, ainda que sem direito a voto, da Blackstone – um grande grupo de *private 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, um dos 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 Port World's* 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 - FINSA -, em 2007, na esteira das calorosas discussões em torno da investida da *Dubai Port World's*.<sup>iii</sup> O objeto dessa Lei foi proteger a segurança nacional. Nas palavras de Christopher Weimar: “A lei representa o maior esforço legislativo recente de definir o papel que as preocupações com a segurança nacional devem desempenhar na regulação dos investimentos estrangeiros”.<sup>iv</sup>

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 tem chamado a atenção para estes fatos. (EPSTEIN; ROSE, 2009; SUMMERS, 2007) Nas palavras de Summers:

“A lógica do sistema capitalista depende de os acionistas impulsionarem 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”.<sup>v</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>vi</sup>

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

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?

#### **4. Vantagens do Investimento Direto no Exterior e do FS**

Esta seção procura ilustrar que o IED para fora e para dentro gera benefícios para sistemas econômicos crescentemente interdependentes. E ressalta que, uma forma efetiva de realizar estes investimentos, tendo em vista as necessidades específicas de cada país, é por meio da constituição de um Fundo Soberano.

Tecnicamente e de acordo com trabalhos como os de Coutinho, Hiratuka e Sabatini (2008), a discussão envolvendo IED e, conseqüentemente, os Fundos Soberanos, desdobra-se em três aspectos diferentes, mas inter-relacionados: comercial, macroeconômico, microeconômico e comércio exterior. Uma discussão sumária sobre esses aspectos é feita nas próximas subseções.

##### **4.1 Vantagens do IED sob a ótica comercial**

Tradicionalmente, os investimentos estrangeiros sempre foram desejados. Nos Estados Unidos, por exemplo, 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), explicita a importância desses investimentos a partir da situação atual do país. 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 ao mercado de capitais americano e sob a forma de investimentos diretos é um dos fatores que sustenta o déficit da Balança Comercial americana.

Também o Brasil, com o afrouxamento das restrições ao IED para o exterior, poderia ter uma política de fortalecimento de sua presença em indústrias de outros países, com



remuneração muito maior que a remuneração atual de reservas, que rendem os juros básicos americanos equivalentes ao dos *US Treasuries*, isto é, menos de um por cento ao ano.

#### **4.2 Vantagens do IED sob a ótica macroeconômica**

Contrastando com o que foi exposto acima, mesmo em países como o Brasil, que não enfrenta problemas de déficit sistemático no Balanço de Pagamentos, os investimentos diretos são importantes, na medida em que o ingresso desses recursos aumenta a taxa de poupança e de investimentos da economia. De forma geral, a integração de uma economia às economias do resto do mundo tem grande influência no seu desempenho e, em especial, no seu nível de crescimento. (BONELLI; PINHEIRO, 2008). De fato, a aceleração das taxas de crescimento da economia mundial, verificadas nos últimos 30 anos, foi acompanhada de incrementos mais que proporcionais nas taxas de comércio e integração econômica internacional, o que, por si só, é evidência dessa inter-relação positiva. Além da difusão das inovações nos transportes e nas tecnologias da informação, tais fenômenos foram acompanhados pela expressiva ampliação da integração financeira internacional. Além do comércio e da aquisição de títulos cotados em bolsas (seja no mercado *spot* ou *foward*), uma das formas por meio da qual essa integração ocorre é pela internacionalização das empresas, que fazem investimentos externos diretos.

No caso específico do Brasil, de um ponto de vista macroeconômico, o quadro gerado pelo IED é também favorável: o que se observa é que, nos casos de investimento direto no exterior, não existe substituição plena, mas parcial, de poupança externa e interna e os déficits em conta corrente estão associados a maiores taxas de investimento. Diante disso, um caminho possível para o fortalecimento do IED para fora e para dentro é por meio do aumento do investimento com monitoramento dos fluxos de capital e a utilização racional da poupança externa por parte do setor público, inclusive por meio da consolidação do Fundo Soberano. Para auxiliar nesses objetivos, trabalhos recentes mostram como o Brasil tem pela frente uma longa agenda de políticas públicas específicas no campo do IED de forma a poder construir uma economia realmente competitiva a nível internacional. (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

### **4.3 Vantagens do IED sob a ótica microeconômica**

Do ponto de vista microeconômico, a internacionalização do capital traz benefícios não só para as empresas que realizam operações de investimento, mas para os mercados de origem e destino do capital. As empresas alocam recursos em operações de interesse estratégico ponderando, por meio do cálculo financeiro, as melhores opções. O acesso a novos mercados traz ganhos de eficiência que tem origem não apenas no aumento do escopo ou escala e do acesso a recursos, mas também em razão da simples exposição às exigências desses mercados e da maior facilidade de acesso a novos insumos, redes de fornecedores, exigências de consumidores e acesso a conhecimentos de novas práticas de gestão, marketing, ofertas tecnológicas, entre outros.

Em suma, o efeito líquido do IED sobre o desenvolvimento dos mercados e do país de origem é positivo. Entre os benefícios que o IED traz para os países de origem, costuma ser apontado que os resultados favoráveis das empresas internacionalizadas aumentam sua capacidade de investimento nos próprios países de origem ou fazem com que o acesso a recursos financeiros se dê em condições mais favoráveis. (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008). Além disso, a internacionalização contribui para o aumento da competitividade e fortalecimento da indústria. Especificamente, a aquisição de ativos no exterior incrementa a capacitação tecnológica da empresa, à medida que possibilita que ela tenha como referência padrões globais de produto, produtividade e ou custos e preços. Há, por sua vez, uma tendência de que as novas tecnologias sejam transferidas, no país de origem, tanto para os produtores locais como para instituições que realizam pesquisa. Por tudo isso, estudos empíricos mostram como o movimento para fora não prejudica o emprego ou o salário local. (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

### **4.4 Síntese de vantagens do IED e o papel do FS**

Constata-se haver fortes indícios de que o influxo de capitais por meio de IED gera externalidades sob os seguintes domínios: macroeconômico, de comércio exterior e microeconômico (nesse caso específico, em temas mais alinhados a organização industrial). Nesse sentido, políticas de fortalecimento dos fluxos de capital internacional são desejáveis nos seguintes contextos: **política monetária** (onde em regime de câmbio flutuante, a dinâmica de formação de preços, administração das reservas internacionais e

cambio, por hora conduzidas pelo *inflation target*, pode contar com instrumentos, como Fundos Soberanos e outros instrumento de caráter anti-cíclico ligados ao IEDb, como meio de trazer maiores retornos no longo prazo à coletividade), **política comercial** (onde a ação do BNDES articulada com a criação dos Fundos de Exportação e Importação – Eximbank – pode fortalecer o setor produtivo também contribuindo para maior equilíbrio da inflação e cambio), **políticas em organização industrial** (onde a defesa econômica , foco na regulação de fusões e aquisições e incremento do uso de serviços na área metrologia, tecnologia industrial básica - TIB, entre outros serviços tecnológicos, podem aumentar a competitividade, inserção externa, etc., garantindo economias de escala em setores com vocação externa, gerando *spin-offs* de longo alcance em uma economia aberta).

Essas discussões abrem espaço para a necessidade de políticas públicas destinadas a promover o investimento, garantindo estabilidade monetária e tirando proveito das poupanças externa e interna, resguardando a estabilidade monetária, o equilíbrio do balanço de pagamentos e o sistema tributário eficiente. São instrumentos para tanto, o fortalecimento das condições para a exportação, assim como a implementação efetiva do Fundo Soberano do Brasil que, nos termos do artigo 1º da Lei 11.887, de 2008, possui, entre seus objetivos, o de “fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior”.

Apresentadas as razões econômicas que apontam para a relevância da atuação dos Fundos Soberanos, trata-se, em seguida, de analisar os possíveis marcos regulatórios para os Fundos.

## **5. Defesa da não regulação**

Richard Epstein e Amanda Rose (EPSTEIN; ROSE, 2009) 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.

Como a maior parte do material sobre os Fundos Soberanos foi escrita e publicada nos Estados Unidos, o presente trabalho parte da regulação já existente sobre investimento direto estrangeiro nos Estados Unidos.

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.

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. Ele 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 curso prazo. Eles não são altamente alavancados. Eles não podem ser forçados por exigências do capital ou retiradas dos investidores a liquidar posições rapidamente. Eles tem acesso e frequentemente fazem uso de administradores de fundos privados, consultores, administradores e depositários bem conceituados”. (LOWERY, 2010).<sup>vii</sup>

Por outro lado, Richard Epstein e Amanda Rose 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 operar estrategicamente em seus investimentos na Europa Ocidental. (EPSTEIN; ROSE, 2009; SUMMERS, 2007).

A esse propósito, o membro da Comissão Européia 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 tem, 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 obrigados a fazer *disclosure*<sup>viii</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:

“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”.<sup>ix</sup>

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.

## **6. 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 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 princípio: 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 envolvidos parecia fazer com que o consenso fosse algo muito difícil. De acordo com o relatório apresentado por Hamad Al Hurr Al-Suwaidi, sub-secretário 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 co-presidir 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. (GAPP, 2008)

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 tratam 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 prevêm 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”.<sup>x</sup>

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-se, por exemplo, o princípio 2º. Ele determina que “O propósito em termos de política do Fundo Soberano deve ser claramente definido e publicamente exposto”. (GAPP, 2008). 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.

## **7. Defesa de uma Regulação *dura***

Outros autores, preocupados com a nova política dos Fundos Soberanos, defendem 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

só 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 E ROSE, 2009)

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 eles fossem sujeitos a normas de *disclosure* e governança, não nos moldes dos princípios do FMI, mas regras dotadas de sanção que pudesse ser imposta coercitivamente.

Nessa linha, Ronaldo Gilson e Curtis Milhaupt (GILSON e MILHAUPT, 2008) propuseram que, quando os Fundos Soberanos adquirissem ações de uma determinada empresa, que 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



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”. (GILSON E MILHAUPT, 2008).

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 obvio 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”.<sup>xi</sup>

Observe-se que, se defende que essa perda de direito de voto sugerida não inviabilizaria comercialmente as ações. Tão logo os Fundos Soberanos se desfizessem das ações, o direito de voto seria restaurado.

Em todos os casos acima, o endurecimento da 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.

## **8. Considerações Finais**

Como foi visto, um caminho possível para o fortalecimento do IED, para fora e para dentro, está vinculado ao aumento dos investimentos por meio do monitoramento do fluxo de capital e da utilização mais racional da poupança externa, no sentido de contribuir como instrumento auxiliar no plano da política monetária. Um instrumento para isso são os Fundos Soberanos. No caso do Brasil, o Fundo Soberano recentemente criado tem como um de seus objetivos fomentar projetos de interesse do país no exterior.

Por outro lado, foi visto como países que importam muito e tem déficits em seus balanços de pagamento, como, por exemplo, os Estados Unidos, precisam que os dólares retornem a sua economia, seja como um pagamento feito às exportações do país, seja para comprar seus ativos. Como os Estados Unidos registraram déficit na balança comercial no último quarto de século, observa-se uma grande preocupação, nos trabalhos que tratam do assunto, de que uma eventual regulação não prejudique os investimentos que os Fundos Soberanos fazem na economia estadunidense.

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, trata-se de analisar como eles devem ser regulados, principalmente em função do temor recente de que sua atuação signifique uma forma diferente de atuação do Estado na economia.

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*”.<sup>xii</sup>

O que se teme é que a nova atuação dos Fundos Soberanos possa ter exatamente essa conseqüência - 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”.<sup>xiii</sup>

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, três propostas diferentes de regulação se apresentam no debate sobre os Fundos Soberanos: o primeiro grupo entende que 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 defende a criação de novas normas, que possam coibir, de forma mais rígida, a atuação dos Fundos Soberanos.

Como foi visto, políticas de fortalecimento dos fluxos de capital internacional – para o qual contribuem os Fundos Soberanos - são desejáveis nos âmbitos da **política monetária, política comercial e das políticas em organização**. Há, nesses três níveis, razões econômicas sustentando as vantagens do fortalecimento do IED para fora e para dentro, para o que muito contribuem e podem contribuir os Fundos Soberanos.

Nesse contexto de tantos benefícios trazidos, barreiras adicionais implicariam apenas em afastar o investimento, tão importante para diversas economias. Argumentando especificamente quanto ao fato de que o perigo de uma suposta atuação estratégica, de

fato, não existe, Epstein e Rose (2009) 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 ajustamentos, no próprio preço dos demais ativos dos mercados financeiros globais. A idéia 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>xiv</sup>

Por outro lado, 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.

Ocorre que, nada fazer, simplesmente mantendo a situação de regulação atual, traria mais confusão, pois isso poderia fazer com que cada país agisse isoladamente, criando suas próprias normas nacionais. Além disso, algo precisaria ser feito com o propósito de dar uma resposta ao temor de que os Fundos Soberanos possam agir estrategicamente. Nesse sentido, uma regulação branda, tal como proposta pelo FMI, estabelecida, em comum acordo, por grande parte dos Fundos Soberanos atualmente existentes e por diversos países receptores do investimento, a partir de discussões representativas, é sugerida como solução, até o momento, indicada. Os efeitos desse tipo de regulação já podem inclusive ser identificados: alguns Fundos Soberanos estão, gradativamente, aderindo aos princípios estipulados pelo FMI, o que significa, para muitos deles, uma alteração de suas práticas, tornando-se, por exemplo, mais transparentes.

## **Referências**

AL-SUWAIDI, H. A. H. **Statement do INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS**. Outubro de 2008.

BARROS, O. e GIAMBIAGI, F. **Brasil Globalizado**. São Paulo: Campus, 2008.

BELO, T. Um Fundo Soberano Brasileiro: É o momento? **Texto para Discussão FEE n.º 25**, Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, Secretaria do Planejamento e Gestão, Governo do Estado do Rio Grande do Sul, janeiro de 2008.

BONELLI, R.; PINHEIRO, A. C. Abertura e crescimento no Brasil. In: BARROS, O. e GIAMBIAGI, F. **Brasil Globalizado**. São Paulo: Campus, 2008. p. 89-124.

COUTINHO, L.; HIRATUKA, C.; SABATINI, R. “Investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira”. In: BARROS, O. e GIAMBIAGI, F. **Brasil Globalizado**. São Paulo: Campus, 2008. p. 63-85.

EIZENSTAT, S.; LARSON, A. The Sovereign Wealth Explosion. In: **The Wall Street Journal**, 1 nov. 2007.

EPSTEIN, Richard A.; ROSE, Amanda M. The Going Private Phenomenon: The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow. In: **University of Chicago Law Review**, nº 76, 2009.

**GAPP - GENERALLY ACCEPTED PRINCIPLES AND PRACTISES ON SOVEREIGN WEALTH FUND – Santiago Principles**. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. FMI: Outubro de 2008.

GILSON, R. J.; MILHAUPT, C. J. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism. In: **Stanford Law Review**, nº 60, 2008.

GUMBEL, P. Stop whining about sovereign wealth funds. **Fortune**, 24/01/2008.

HAGAN, M.; JOHANNIS, H. Sovereign Wealth Funds: Risks, Rewards, Regulation and the Emerging Cross-border Paradigm. In: **M & A Journal**, vol 8, nº 8, junho 2008.

IFSL Research. **Sovereign Wealth Funds 2010**. Disponível em <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=20#>. Acesso em 10 de março de 2010.

IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda**. fev 2008.

JOINT COMMITTEE ON TAXATION. **Economic and U.S. Income Tax Issues Raised by Sovereign Wealth Fund Investments in the United States**, jun/2008.

KIMMITT, R. M. Public Foot prints in Private Markets. In: **Foreign Affairs**. Vol 87, nº 01, jan/fev 2008, p. 119.

LEÃES, L. G. P. B. **Mercado de Capitais e Insider Trading**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LOWERY, C. **Remarks by Acting Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System** (21 de junho de 2007). Disponível em <http://www.treas.gov/press/realeses/hp471.htm>. Acesso em 10 de março de 2010.

LYONS, G. State Capitalism: The rise of Sovereign Wealth Funds. In: **Law and Business Review of the Americas**, nº 14, 2008.

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

PUDNER, S. K. Moving forward from Dubai Port World – The Foreign Investment and National Security Act of 2007. In: **Alabama Law Review**, 59, p. 1277.

RAMSEY, J.; ALMEIDA, A. **A Ascensão das Multinacionais Brasileiras**. São Paulo: Campus, KPMG, 2010.

SORKIN, A.R. “What money can buy”. In: **The New York Times**, 22/01/2008. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2008/01/22/business/22sorkin.html?scp=1&sq=sorkin%20and%20what%20money%20can%20buy&st=cse>. Acesso em 10/02/2010.

SUMMERS, L. Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism. In: **Financial Times**, 30 de julho de 2007.

**The Economist**. Asset-backed insecurity, 17/01/2008.

TRAYNOR, I. Sovereign Wealth Funds Likened to Gazprom as Brussels call for rules. In: **The Guardian**, 28 de fevereiro de 2008.

UNCTAD. **World Investment Report: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge**. p. 24, 2008. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/23/41/41881230.pdf>.

WEIMER, C. M. Foreign Direct Investment and National Security Post-FINSA 2007. In: **Texas Law Review**, 87, nº 3, 2009, p. 663.

WEIS, M. CRS (Congressional Research Service). **Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress**, 2008. Disponível em <http://fpc.state.gov/documents/organization/110750.pdf>. Acesso em 08/03/2010.

WRIGHT, C. It has to be a Code. In: **International Financial Law Review**, jul 2008, p. 46.

---

<sup>i</sup> Dados disponíveis em <http://www.swfinstitute.org/>. Acesso em 10 de março de 2010.

<sup>ii</sup> Cf. também: IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda*. fev 2008, p. 8.

<sup>iii</sup> Stephen K. Pudner 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 FINSA em 26 de julho de 2007. (PUDNER, Stephen K. “Moving forward from Dubai Port World – The Foreign Investment and National Security Act of 2007”. In: *Alabama Law Review*, 59, p. 1277.

<sup>iv</sup> WEIMER, Christopher M. “Foreign Direct Investment and National Security Post-FINSA 2007”. In: *Texas Law Review*, 87, n° 3, 2009, p. 663.

<sup>v</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>vi</sup> Cf. também: IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda*. fev 2008, p. 15. Gilson e Milhaupt 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. (GILSON; MILHAUPT: p. 03 ou 1348).

<sup>vii</sup> A esse respeito cf. também IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Sovereign Wealth Funds – a Work Agenda*. fev 2008, p. 10.

<sup>viii</sup> Sobre a política do *disclosure v. LEÃES*, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 88 e seguintes.

<sup>ix</sup> EPSTEIN, Richard A.; ROSE, Amanda M. “The Going Private Phenomenon: The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow”. In: *University of Chicago Law Review*, n° 76, 2009, p. 117.

<sup>x</sup> GENERALLY ACCEPTED PRINCIPLES AND PRACTISES (GAPP) ON SOVEREIGN WEALTH FUND – Santiago Principles. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. FMI: Outubro de 2008, p. 04.

<sup>xi</sup> GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism”. In: *Stanford Law Review*, n° 60, 2008, p. 1353.

<sup>xii</sup> GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism”. In: *Stanford Law Review*, n° 60, 2008, p. 1346.

<sup>xiii</sup> GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Mercantilism”. In: *Stanford Law Review*, n° 60, 2008, p. 1346.

<sup>xiv</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 (securities) são avaliados? Eles vão fazer com que o preço de algumas ações (securities) suba e fazer com que o preço de outras 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 dólares em ativos globais sob controle dos investidores institucionais privados). Esses outros agente 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 conseqüências distributivas devem ser minoradas e as

---

conseqüências 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 – p. 08)