

2023: Retorno ao bom debate econômico



AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio – Carmem Feijó – Eduardo Bassin – Fernanda Feil –
Fernando Ferrari Filho – Linnit Pessoa – Luiz Fernando de Paula – Marco Flavio da
Cunha Resende – Mauricio Weiss – Miriam Oliveira – Norberto Martins – Róber
Iturriet Avila – Vinicius Centeno – Paula Marina Sarno



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.4, n.1, 2023

2023: Retorno ao bom debate econômico

www.finde.uff.br

Apresentação

2023: Retorno ao bom debate econômico

Carmem Feijó

Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

Adriano Vilela Sampaio

Professor da UFF e coordenador do Finde/UFF

Fernanda Feil

Professora credenciada da UFF e pesquisadora do Finde/UFF

1

O ano de 2023 se inicia com uma renovação positiva nos temas na mesa de debate sobre a economia brasileira. Uma vez anunciada a composição ministerial do novo governo, representativa da diversidade regional, de gênero e de etnias do país, as agendas de trabalho vão sendo organizadas e ganhando espaço na mídia. Esse é um movimento importante para neutralizar as tentativas de golpe, todas frustradas, dos perdedores das eleições. **Novos ares, novos horizontes.**

Reconhece-se a enorme dificuldade de reconstrução da economia brasileira num contexto de grande polarização de entendimentos sobre os rumos a serem traçados para recuperarmos a capacidade de crescer e de melhorar as condições de vida para a população. A rede de *'fake news'*, estimulada ao longo dos últimos quatro anos, com certeza é um elemento importante que não deve ser desprezado pela sua capacidade desagregadora na formação de opiniões e no fomento ao ódio na sociedade brasileira. Dificuldades no campo econômico também são desafiadoras, tendo em vista o desmonte da capacidade de intervenção de instituições públicas para atuarem como reguladoras, fiscalizadoras e gestoras do patrimônio público e de prestadoras de serviços não mercantis à população. A reconstrução da capacidade do Estado em atuar de forma republicana na vida pública é condição *sine qua non* para o fortalecimento da democracia em nosso país.

A grande aposta para recuperar a capacidade de crescer com equidade social e responsabilidade ambiental é a capacidade de comunicação e articulação do atual presidente eleito, já testada em inúmeras ocasiões relevantes para a história de nosso país. Assim, é possível vislumbrar que há esperança de que através do bom debate de ideias e de reorganização da administração pública que a economia brasileira retorne a uma trajetória de desenvolvimento econômico.



As notas que integram o atual número do Boletim Findo são uma contribuição ao bom debate em economia.

Boa Leitura!



Modelo de avaliação de Fundos Soberanos: Uma ferramenta para Fundos Regionais a partir da experiência do Estado do Rio de Janeiro

Eduardo Bassin

Economista, Mestre em Economia pelo PPGER/UFRRJ

72

Tomando o ano de 1960 como linha de corte, o Estado do Rio de Janeiro atravessa desde então um quadro de dependência e vulnerabilidade. Com a mudança da capital para Brasília houve migração dos gastos públicos em função da administração do país ter sido deslocada do Rio de Janeiro para o Planalto Central, representando um revés para a economia. O esvaziamento econômico que se seguiu e a crise dos anos 1980 deixaram o estado em uma situação fiscal delicada. A década de 1990 representou uma inflexão positiva com o afluxo de recursos da atividade petrolífera (*royalties* e participações especiais), o que configurou preocupante vulnerabilidade em relação àqueles recursos.

Com o objetivo de diversificar a base produtiva fluminense e construir um futuro para além do petróleo, o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro (FSERJ) foi criado em março de 2022.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido tendo o FSERJ como seu objeto de estudo e no decorrer de sua concepção foi constatado que a ferramenta poderia ser utilizada para avaliar os demais fundos soberanos regionais em operação no Brasil.

Esta nota técnica aborda a relevância da avaliação dos fundos soberanos regionais e as razões que culminaram com o desenvolvimento de uma nova ferramenta. Em seguida o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos é apresentado e as considerações finais são expostas na sequência. Cabe observar que os resultados da avaliação do FSERJ estão além dos objetivos do presente trabalho.

A relevância da avaliação dos Fundos Soberanos

Embora fundos soberanos não sejam exatamente uma novidade na indústria de instrumentos de investimento, sua existência é cercada de controvérsias e desconfianças. Algumas são bem fundamentadas, outras nem tanto.



Desde 1816, com o surgimento do *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC), tido pela literatura como o fundo soberano mais antigo do mundo, até o florescimento recente de novos fundos em função, na sua maioria, do crescente superávit comercial por parte de países exportadores de *commodities*, com destaque para os produtores de petróleo, parece ter havido tempo mais que suficiente para que o debate fosse amadurecido. Ocorre que há fundos que ainda mantêm uma estrutura opaca no que tange a quatro pontos fundamentais que impactam tanto a percepção da opinião pública quanto os resultados dos fundos soberanos: estrutura institucional, gestão de risco, transparência e prestação de contas.

Além do citado há dois pontos que embora não sejam tratados neste texto, são dignos de reflexão e podem impactar na percepção do papel dos fundos soberanos perante o mercado. O primeiro está ligado ao entendimento de que os fundos soberanos tomariam um espaço que seria de atuação exclusiva do livre mercado. Além disso, há a interpretação de que esses veículos de investimento lançariam mão de estratégias políticas, em detrimento das econômicas, para adquirir participação em ativos estratégicos nos países receptores. Para Behrendt (2010, p.1) “os críticos mais contundentes argumentam que os fundos soberanos representam uma ameaça à segurança nacional e aos interesses da competitividade econômica dos países em cujos ativos investiram.”

Exercer algum tipo de influência sobre um fundo soberano pode ser visto como uma considerável oportunidade de alavancar negócios privados tendo em vista a grande quantidade de atores que estão relacionados de alguma forma com esses fundos, e exercer influência sobre esses atores, pode significar, em última instância, apropriação de uma parcela maior de poder. Como demonstrado por Bassin (2023), o número de agentes internos e externos que são impactados por um fundo soberano é grande. Aliado a isso, é necessário considerar o tamanho do mercado mundial desses fundos. Em fevereiro de 2023, segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI), o patrimônio dos 100 maiores fundos soberanos era de US\$ 10,431 trilhões. No Brasil, que conta com seis fundos soberanos regionais em operação, o somatório do patrimônio é de aproximadamente R\$ 5,739 bilhões.

O que está em questão é o exercício de poder que pode ser utilizado tanto para promover desenvolvimento social e econômico quanto para incrementar negócios de agentes que eventualmente capturem o fundo. Seja pela ideia de que recursos públicos são necessariamente mal geridos, seja por má fé, o fato é que fundos soberanos são objeto de críticas contundentes, o que pode ser minimizado por meio de criteriosa e constante avaliação.



Quando algum tipo de avaliação está em via de ser implementada, pode haver conotação implícita de punição para eventuais casos em que o resultado da avaliação não esteja de acordo com patamares mínimos previamente estabelecidos. A avaliação dos fundos soberanos regionais tem como objetivo promover a disseminação das melhores práticas e consequentemente estimular essa nascente indústria, assim como é feito em nível global.

A avaliação precisa ir além da aferição dos resultados financeiros. Muitos fundos soberanos adotam um parâmetro de referência de performance e monitoram seus resultados para constatar se o fundo está “performando” bem, ou seja, se consegue superar a referência. Ainda que cabível em casos específicos, este não parece ser o caminho mais adequado para a promoção de desenvolvimento para o ente detentor do fundo (país, estado ou município), que em última instância representa a sociedade. Para Bassin (2023, p.64), “avaliar um fundo soberano de riqueza apenas sob a ótica do retorno financeiro utilizando um parâmetro como referência, ainda que importante, pode ocultar problemas que comprometem de forma decisiva a operação e longevidade do fundo.”

A ausência de avaliação dos fundos soberanos regionais traz uma série de implicações que podem comprometer de forma decisiva seu desempenho e longevidade, como risco de imagem, realização de investimentos fora de propósito, aparelhamento ideológico, insegurança para os gestores e outras. Aumentar o nível de governança e transparência dos fundos soberanos regionais auxilia na consolidação dos fundos existentes e estimula a criação de novos.

Por que criar um novo instrumento de avaliação?

A revisão bibliográfica realizada na elaboração de “Fundo Soberano de Riqueza: uma avaliação do modelo fluminense” (Bassin, 2023) permitiu a análise dos mais relevantes modelos e instrumentos de avaliação de fundos soberanos utilizados em escala global com destaque para: Princípios de Santiago (lançado em 2007), *Scoreboard do Truman* (lançado em 2007), LMTI - *Linaburg-Maduell Transparency Index* (lançado em 2008), SCI - *Santiago Compliance Index* (lançado em 2010), *OPSWF Investment Framework* (lançado em 2018) e *GSR Scoreboard* (lançado em 2020). Após a conclusão da dissertação, conheci a Carta de Princípios Brasileiros do Fórum dos Fundos Soberanos Brasileiros, lançada no final de 2022.

A análise dos instrumentos permitiu a constatação de que, embora todas as iniciativas apresentassem relevância e embasamento técnico inquestionáveis que as tornam aptas a serem utilizadas para medir/avaliar fundos soberanos, não havia uma



ferramenta específica que poderia ser utilizada de forma satisfatória para a avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, que era a ideia inicial.

O *One Planet Index*, os Princípios de Santiago e a Carta de Princípios Brasileiros não contemplam itens de verificação em sua estrutura, sendo ferramentas de cunho mais orientativo. O *Santiago Compliance Index* foi criado para avaliar as razões que poderiam explicar o grau de desigualdade na implementação dos Princípios de Santiago, ou seja, não há sentido em utilizá-lo para avaliar os fundos soberanos regionais brasileiros. Ainda que o *Scoreboard do Truman*, o *GSR Scoreboard* e o LMTI sejam ferramentas de avaliação de fundos soberanos, elas estão voltadas para a avaliação de fundos soberanos globais, o que as torna inadequadas para o propósito de avaliar fundos soberanos regionais. Para Bassin (2023, p.84) “algumas variáveis não podem ser aplicadas por terem sido pensadas para fundos globais, como aspectos ligados às políticas monetária e fiscal. Outras variáveis não foram incluídas, como impacto na economia local, por exemplo”.

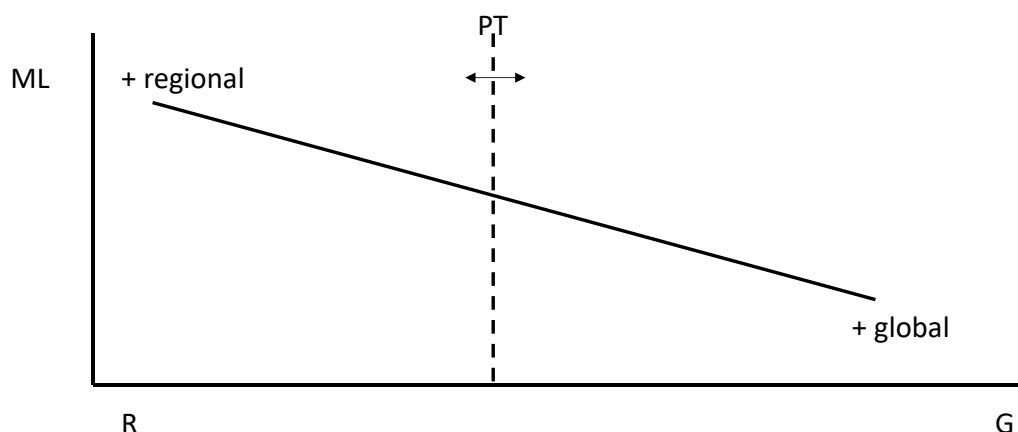
Diante da inadequação das ferramentas disponíveis para avaliar um fundo regional, iniciou-se o desenvolvimento do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos, que, como exposto, tinha o propósito primeiro de servir de instrumento para avaliar apenas o FSERJ, mas que se mostrou adequado para avaliar os demais fundos soberanos regionais em operação no Brasil.

Conforme exposto em Bassin (2023), é importante destacar que fundos soberanos regionais apresentam um horizonte de monitoramento local maior, conforme figura 1. O eixo y mostra o ML (Monitoramento Local) e o eixo x mostra o posicionamento do fundo soberano no tempo. Quanto mais à esquerda do gráfico, maior é o caráter regional do fundo (R) e quanto mais à direita, maior o caráter global (G). A linha negativamente inclinada mostra que fundos soberanos mais regionais tendem a ter maior monitoramento local. O oposto é verdadeiro, ou seja, fundos soberanos com maior inserção global tendem a necessitar menos de monitoramento local tendo em vista seu elevado grau de participação em investimentos, empreendimentos, participações societárias, mercado financeiro global e outros instrumentos de investimento transnacionais. A elevada participação em iniciativas globais implica maior monitoramento global por parte dos participantes (*players*) globais. Parte da comprovação dessa afirmação encontra-se no fato dos fundos soberanos globais aderirem voluntariamente a iniciativas globais, como é o caso dos Princípios de Santiago, e de fazerem parte de grupos de trabalho voltados para a indústria de fundos soberanos, como SWFI (*Sovereign Wealth Fund Institute*), IFSWF (*International Forum of Sovereign Wealth Funds*), *One Planet SWF* e o *Global SWF*.



Em algum momento da existência do fundo soberano, pode haver a transição entre o caráter regional e o global, o que é retratado no gráfico por PT (Ponto de Transição). A seta com ponta em ambas as extremidades indica que PT pode se mover para a direita ou para a esquerda em função de cada fundo ter um Ponto de Transição diferente do outro.

Figura 1 - Horizonte de Monitoramento Local



Fonte: Bassin (2023)

Para ser bem sucedido, um instrumento para avaliação de fundos soberanos regionais precisa considerar as características locais ao mesmo tempo que mantém os mercados globais em seu horizonte, seja como fonte de inspiração, fonte de boas práticas ou pelo propósito em se tornar global.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido ao longo do ano de 2022 e tinha como pretensão inicial avaliar o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, e que logo se mostrou adequado para avaliar os demais fundos em operação no Brasil.

A ferramenta é composta por vinte questões que receberam o nome de “Itens de Verificação”, ou Iv’s, conforme exposto no quadro 1. As respostas para cada um dos itens de verificação precisam ser necessariamente fechadas, ou seja, “sim” ou “não”. A cada resposta do tipo “sim”, um (1) ponto é adicionado no cômputo geral. As respostas do tipo “não”, não pontuam e o número (0) zero é atribuído ao respectivo item de verificação. O somatório é identificado ao final da checagem dos 20 iv’s, podendo variar entre 0 (zero), quando o FS não pontuar, e 20 (vinte), quando todos os 20 iv’s tiverem respostas do tipo “sim”.



Por uma questão metodológica e para assegurar que haja equidade entre os fundos soberanos foi definido que não serão atribuídos pontos decimais em nenhum item de verificação, ainda que uma determinada ação esteja em avançado estágio de implementação.

Quadro 1 – Itens de Verificação

lv1	O fundo dispõe de procedimento para alterar sua estrutura?
lv2	Há código de ética/conduta aplicável a todos os participantes?
lv3	Prática política de conflito de interesses?
lv4	Está claro que nenhum gestor/conselheiro tem filiação política?
lv5	Há participação da sociedade civil nas atividades do fundo?
lv6	O propósito do fundo é amplamente divulgado para a sociedade, ainda que apenas através do site próprio do fundo?
lv7	Os gestores têm experiência para ocupar a função?
lv8	Há regras claras sobre investimentos, participações, retiradas (saques) e despesas operacionais?
lv9	Há quadro de governança que estabeleça de forma clara os papéis e responsabilidades de cada membro?
lv10	Há quadro de responsabilização pelas operações do fundo?
lv11	As metas do fundo estão claramente definidas e divulgadas?
lv12	O fundo contempla investimentos estruturantes?
lv13	Os investimentos estruturantes são amparados em estudos que comprovem impacto positivo na economia regional?
lv14	A gestão de riscos é conduzida por profissional com comprovada formação técnica e experiência compatíveis com a função?
lv15	O fundo soberano dispõe de profissional especialista em análises econômicas?
lv16	Os investimentos consideram os impactos ambientais?
lv17	O fundo soberano tem site próprio com informes, notícias e informações financeiras atualizadas e de fácil acesso?
lv18	As demonstrações financeiras são elaboradas de forma clara e em conformidade com as normas contábeis vigentes?
lv19	O fundo é auditado anual e trimestralmente?
lv20	Está prevista a atuação de auditorias externas privadas em sistema de rodízio?

Fonte: Bassin (2023)

Como forma de encorajar os fundos soberanos a despenderem igual atenção a todas as variáveis que o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos apresenta, os 20 itens de verificação têm o mesmo peso. Do contrário haveria o risco de um fundo focar sua atenção em itens de verificação cuja pontuação fosse mais significativa e relegar os itens de verificação cujo alcance poderia conferir pontuação mais baixa.

Cabe notar que em função do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos ter sido desenvolvido para ser utilizado exclusivamente por fundos soberanos regionais, os itens de verificação não contemplam pontos como política monetária e fiscal, reservas internacionais, investimentos estrangeiros, estratégias globais de investimento e questões cambiais, que são variáveis monitoradas pelos fundos soberanos globais.

O quadro 2 apresenta o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos de forma detalhada. Na primeira linha consta os rótulos dos 20 itens de verificação, designados como 'iv1', 'iv2',..., 'iv20'. Os pequenos quadros abaixo de cada 'iv', são os receptáculos onde os pontos são inseridos (0/1). No retângulo inferior esquerdo é computado o



somatório dos pontos dos 'iv'. No retângulo inferior direito é computado o percentual de pontos obtidos.

Quadro 2 - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos

MAFS - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos																			
iv.1	iv.2	iv.3	iv.4	iv.5	iv.6	iv.7	iv.8	iv.9	iv.10	iv.11	iv.12	iv.13	iv.14	iv.15	iv.16	iv.17	iv.18	iv.19	iv.20
0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1
Pontos: entre 0 (mínimo) e 20 (máximo)										% Pontos = n° de pontos/20									

Fonte: Bassin (2023)

No processo de aferição dos itens de verificação é necessário que a resposta esteja clara, não cabendo interpretações por parte do avaliador, o que daria espaço para vieses.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos é um instrumento dinâmico que visa a avaliar veículos de investimentos inseridos em um mercado dinâmico e em constante transformação, o que redundaria na necessidade de sua constante avaliação com o objetivo de mantê-lo atualizado às alterações políticas, econômicas, sociais e jurídicas.

Considerações finais

A proposta deste texto é mostrar a relevância da avaliação de fundos soberanos partindo do fato de que esses instrumentos de investimentos são alvo de críticas contundentes embasadas em má fé (muitas vezes alimentada por vieses ideológicos) ou no argumento de que os recursos públicos são necessariamente mal geridos.

Por questões exploradas no texto e que não cabem ser repetidas, o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido com o objetivo de permitir que os fundos soberanos regionais sejam avaliados segundo preceitos técnicos, o que pelo menos em tese, atenuará as críticas infundadas e contribuirá para o debate.

É importante que o resultado inicial da avaliação dos fundos soberanos não gere frustração aos gestores nem aos seus proprietários (a sociedade). É razoável e até esperado que os resultados das primeiras avaliações não sejam muito bons. Isso pode ser atribuído ao fato de que alguns fundos não estão preparados para serem avaliados e podem, ainda que involuntariamente, incorrer em deslizos que comprometam sua pontuação. Deve-se ter em mente que a avaliação não tem como objetivo macular a imagem nem dos fundos nem de seus gestores. O que se espera é que uma avaliação



constante e sem vieses promova troca de informações e de boas práticas, o que contribuirá para a solidificação dos fundos soberanos regionais no Brasil.

Referências Bibliográficas

BASSIN, E.; PRATES, T. M.; MONTIBELER, E. E.. Fundo soberano de riqueza do Estado do Rio de Janeiro como instrumento para alavancar o desenvolvimento econômico. **Revista Economia Política do Desenvolvimento**, v. 13, p. 1-19, 2022.

BASSIN, E. **Fundo Soberano de Riqueza: uma avaliação do modelo fluminense**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, UFRRJ. Rio de Janeiro, p.113. 2023.

BEHRENDT, S. 2010. Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand? **Carnegie Papers 22** (May). Washington: Carnegie Endowment for International Peace. Disponível em www.carnegieendowment.org. Acesso em 12 de julho de 2022.

SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute <https://www.swfinstitute.org/> Acesso em 12 de março de 2023.



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.4, n.1, jan/mai de 2023.
ISSN: 2675-7389

É uma publicação do **grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento** que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil da **Pandemia do Covid-19 e implicações futuras**. As análises são apresentadas em formato de artigos e conta com a colaboração de economistas e cientistas políticos.



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

SOBRE O FINDE:

O grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE), sediado na Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), em Niterói, congrega pesquisadores e alunos de pós-graduação da UFF e de outras instituições, interessados em discutir questões acadêmicas relacionadas ao avanço do processo de financeirização e seus impactos sobre o desenvolvimento socioeconômico das economias modernas.

O propósito do grupo é produzir estudos sobre como o avanço da financeirização tem transformado o ambiente macroeconômico condicionando decisões econômicas de famílias, firmas e governos, com desdobramentos sobre a dinâmica das economias no curto e no longo prazo.

A pauta de pesquisa é extensa e abarca temas da microeconomia – tomada de decisão dos agentes; funcionamento de mercados específicos; incentivos aos processos de inovação e desenvolvimento tecnológico – da macroeconomia – instabilidade financeira sistêmica; regulação do sistema financeiro; autonomia e eficácia de política econômica; assimetrias internacionais – e da interação entre estas duas dimensões analíticas.

COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó - Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói
– Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe

Adriano Vilela Sampaio - Editor

Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:

Caio César de Azevedo, Daniel Consul,

Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal,

Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio adrianovs@id.uff.br

Carmem Feijó cbfeijo@gmail.com

Eduardo Bassin eduardo@bassin.com.br

Fernanda Feil nandafeil@yahoo.com

Fernando Ferrari Filho ferrari@ufrgs.br

Linnit Pessoa linnitpessoa@gmail.com

Luiz Fernando de Paula luiz.fpaula@ie.ufrj.br

Marco Flávio da Cunha Resende resende@cedeplar.ufmg.br

Maurício A. Weiss mauricio.aw@gmail.com

Míriam Oliveira miriamoportugues@gmail.com

Norberto Montani Martins norberto.montani@gmail.com

Paula Marina Sarno pmsarno@gmail.com

Róber Iturriet Avila rober@ufrgs.br

Vinicius Centeno vinicenteno@gmail.com

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com

Site: www.finde.uff.br

Facebook: [findeuff](https://www.facebook.com/findeuff)

Instagram: [findeuff](https://www.instagram.com/findeuff)

Twitter: [findeuff](https://twitter.com/findeuff)

Youtube: [/Financeirização Desenvolvimento](https://www.youtube.com/FinanceirizaçãoDesenvolvimento)



FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ONDE ESTAMOS:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,
Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar
Gragoatá - Niterói - RJ
24210-200

findeuff@gmail.com



www.finde.uff.br