

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO**  
**INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA REGIONAL E**  
**DESENVOLVIMENTO**

**DISSERTAÇÃO**

**FUNDO SOBERANO DE RIQUEZA: UMA AVALIAÇÃO DO MODELO**  
**FLUMINENSE**

**EDUARDO BASSIN**

**2023**



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO**  
**INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA REGIONAL E**  
**DESENVOLVIMENTO**

**FUNDO SOBERANO DE RIQUEZA: UMA AVALIAÇÃO DO MODELO**  
**FLUMINENSE**

**EDUARDO BASSIN**

*Sob orientação do Professor*

**Everlam Elias Montibeler**

*e Coorientação do Professor*

**Joilson de Assis Cabral**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Economia Regional e Desenvolvimento**, no Programa de Pós-Graduação em Economia Regional e Desenvolvimento, Área de Concentração em Economia Regional.

Seropédica, RJ

Janeiro de 2023

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro  
Biblioteca Central / Seção de Processamento Técnico

Ficha catalográfica elaborada  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

B321f Bassin, Eduardo, 1971-  
Fundo soberano de riqueza: uma avaliação do modelo  
fluminense / Eduardo Bassin. - Rio de Janeiro, 2023.  
113 f.

Orientador: Everlam Elias Montibeler.  
Coorientador: Joílson de Assis Cabral.  
Dissertação (Mestrado). -- Universidade Federal  
Rural do Rio de Janeiro, Programa de Pós-graduação em  
Economia Regional e Desenvolvimento, 2023.

1. Fundo soberano de riqueza. 2. Economia . 3.  
Economia do Rio de Janeiro. 4. Economia Fluminense.  
5. Modelo de avaliação de fundos soberanos. I.  
Montibeler, Everlam Elias, 1978-, orient. II. Cabral,  
Joílson de Assis, 1984-, coorient. III Universidade  
Federal Rural do Rio de Janeiro. Programa de Pós  
graduação em Economia Regional e Desenvolvimento. IV.  
Título.

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO**  
**INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA REGIONAL E**  
**DESENVOLVIMENTO**

**EDUARDO BASSIN**

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de **Mestre em Economia Regional e Desenvolvimento, no Programa de Pós Graduação em Economia Regional e Desenvolvimento – PPGER/ICSA/UFRRJ**, área de Concentração em Economia Regional e Desenvolvimento.

**DISSERTAÇÃO APROVADA EM 11/01/2023**

Prof.<sup>a</sup> Dra. Carmem Aparecida do Valle Costa Feijó

Pós Doutora em Economia – PPGE/UFF

Examinadora Externa à Instituição

Prof. Dr. Alexandre Jeronimo de Freitas

Doutor em Economia – PPGER/UFRRJ

Examinador Interno

Prof. Dr. Everlam Elias Montibeler

Doutor em Economia – PPGER/UFRRJ

Presidente



Emitido em 11/01/2023

TERMO N° Folha Aprovação Eduardo Bassin/2023 - PPGER (11.39.00.14)  
(N° do Documento: 149)

(N° do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

*(Assinado digitalmente em 23/02/2023 14:50)*

ALEXANDRE JERONIMO DE FREITAS

PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR

DeprCEcon (12.28.01.00.00.00.09)

Matricula: ###028#6

*(Assinado digitalmente em 23/02/2023 14:35)*

CARMEM APARECIDA DO VALLE COSTA FEIJO

ASSINANTE EXTERNO

CPF: ### ###.447-##

*(Assinado digitalmente em 23/02/2023 15:00)*

EVERLAM ELIAS MONTIBELER

ASSINANTE EXTERNO

CPF: ### ###.177-##

Visualize o documento original em <https://sipac.ufrrj.br/documentos/> informando seu número: **149**, ano: **2023**, tipo: **TERMO**, data de emissão: **23/02/2023** e o código de verificação: **a6983fa40d**

## **DEDICATÓRIA**

Dedico esta dissertação a todos aqueles que utilizam a ciência para construir um futuro com mais justiça social.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradecer de forma nominal é sempre um risco que pode causar desconforto àqueles que não são citados. Sou grato a todos que colaboraram de alguma forma para que essa dissertação fosse possível. Acredito que aqueles que participaram de alguma forma se reconhecerão.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001

Bassin, Eduardo. **Fundos Soberanos de Riqueza: uma avaliação do Modelo Fluminense.** Dissertação de Mestrado em Economia Regional e Desenvolvimento. UFRRJ, 2023.

## RESUMO

A dissertação apresenta uma avaliação técnica sobre o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, o que se mostra necessário em função do entendimento do grau de vulnerabilidade que a economia fluminense apresenta em relação ao recebimento de royalties e participações especiais. Esse fato pode ser comprovado tanto pela representatividade daqueles recursos nas contas do Estado quanto em função de comparação com os outros dois maiores produtores de petróleo do Brasil, Espírito Santo e São Paulo. Para cumprir o propósito apresentado adota-se como ponto de partida um resgate sobre os aspectos históricos mais relevantes pós mudança da capital para Brasília, ocorrida em 1960, fato visto como uma ruptura que levaria o Estado do Rio de Janeiro para um quadro institucional, político, econômico e social menos favorável. A análise do fundo fluminense ficaria incompleta sem um mergulho na indústria de fundos soberanos, desde sua concepção até as implicações políticas e ideológicas, o que serviu como base para o desenvolvimento de uma inédita ferramenta de análise de fundos soberanos regionais, o MAFS, que é apresentado em detalhes a partir da ideia bruta até o resultado final. A aplicação do MAFS no Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro mostra um resultado que, embora esteja aquém do esperado, não apresenta descolamento em relação ao que é verificado em considerável parte dos Fundos Soberanos Globais que estão em estágio inicial, fato que não isenta o fundo fluminense da necessidade de adoção de medidas e práticas que o transforme em um veículo de investimentos soberano de Classe Mundial, o que, pelo menos em tese, contribuirá sobremaneira para sua eficiência e longevidade, duas características imprescindíveis na busca por retornos palpáveis para a sociedade, que em última instância é seu proprietário.

**Palavras-chave:** Fundo Soberano de Riqueza, Economia Fluminense, MAFS

Bassin, Eduardo. **Sovereign Wealth Funds: an evaluation of the Fluminense Model**. M.Sc. Dissertation in Regional Economy and Development. UFRRJ, 2023.

## **ABSTRACT**

The dissertation presents a technical evaluation of the Sovereign Wealth Fund of the State of Rio de Janeiro, which is necessary in order to understand the degree of vulnerability that the Rio de Janeiro economy presents in relation to the receipt of royalties and special participations. This fact can be proven both by the representativeness of these resources in the State's accounts and by the comparison with the other two largest oil producers in Brazil, Espírito Santo and São Paulo. To fulfill the purpose presented, the starting point is a review of the most relevant historical aspects after the change of the capital to Brasília, which occurred in 1960, a fact seen as a rupture that would lead the State of Rio de Janeiro to a less favorable institutional, political, economic and social framework. The analysis of the Rio de Janeiro fund would be incomplete without a dive into the sovereign wealth fund industry, from its conception to the political and ideological implications, which served as the basis for the development of a new tool for the analysis of regional sovereign wealth funds, the MAFS, which is presented in detail from the raw idea to the final result. The application of MAFS to the Sovereign Wealth Fund of the State of Rio de Janeiro shows a result that, although lower than expected, does not present a divergence in relation to what is verified in considerable part of the Global Sovereign Wealth Funds that are in their initial stages, this fact does not exempt the Rio de Janeiro fund from the need to adopt measures and practices that will transform it into a World Class sovereign investment vehicle, which, at least in theory, will contribute greatly to its efficiency and longevity, two indispensable characteristics in the search for tangible returns for society, which is ultimately its owner.

**Key words:** Sovereign Wealth Fund, Economy of Rio de Janeiro, MAFS

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Royalties por estado (Média 1999 – 2020) .....	37
Gráfico 2 - Royalties ERJ (%): 2000 – 2020.....	41
Gráfico 3 - RPE/PIB: ERJ x EES x ESP (2000 – 2019).....	42
Gráfico 4 - ICMS/Receita: ERJ x EES x ESP (2000 – 2020) .....	45
Gráfico 5 - ICMS/PIB: ERJ x EES x ESP (2000 – 2019).....	47
Gráfico 6 - Fundos Soberanos criados por década (<1940 – 2020) .....	57
Gráfico 7 – Índice de Transparência LMTI - 2022 .....	69

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Royalties por estado (Média 1999 – 2020) .....	37
Tabela 2 - Royalties por estado: 2000-2020 .....	38
Tabela 3 - Royalties e Participações Especiais por estado: 2020 .....	39
Tabela 4 - Relação RPE/Receitas e RPE/ICMS: 2000-2020.....	40
Tabela 5 - Razão RPE/PIB: Estado do Rio de Janeiro x Estado do Espírito Santo x Estado de São Paulo (2000-2019) .....	43
Tabela 6 - Razão ICMS/Receitas ERJ x EES x ESP (2000-2020).....	44
Tabela 7 - Receita, ICMS e variação anual: ERJ x EES x ESP (2000-2020) .....	45
Tabela 8 - ICMS/PIB ERJ x EES x ESP (2000-2020) .....	46
Tabela 9 - Métricas: média geral x média triênio .....	49
Tabela 10 - Pontuações Médias no Scoreboard, 2007-19 .....	67
Tabela 11 - Elementos do GSR Scoreboard .....	74
Tabela 12 - Informações gerais dos Fundos Soberanos Regionais (Brasil) .....	78
Tabela 13 - Mapeamento de Agentes Internos .....	89
Tabela 14 - Mapeamento de Agentes Externos .....	89
Tabela 15 - Mapeamento de Riscos.....	90
Tabela 16 - Adequação das ferramentas ao MAFS .....	100
Tabela 17 - Avaliação do FSERJ: 4 ferramentas.....	100

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Ativos sob gestão dos Fundos Soberanos – valores por ano (Us\$) .....	58
Figura 2 - Princípios do LMTI .....	68
Figura 3 - Santiago Compliance Index .....	70
Figura 4 - Linha do tempo e gatilhos para o GSR Scoreboard.....	73
Figura 5 - Patrimônio Líquido do FSB x Patrimônio Valorizado pela TJLP - Histórico	77
Figura 6 - Fundo Soberano: Lógica de Funcionamento do FSERJ .....	80
Figura 7 - Horizonte de Monitoramento Local.....	86

## **LISTA DE ESQUEMAS**

Esquema 1 - Lógica de Operação do FSERJ .....	87
Esquema 2 - Macro ações do FSERJ e Nível de Criticidade .....	87
Esquema 3 - Pontuação dos Itens de Verificação.....	91
Esquema 4 - Esquema de avaliação das ferramentas .....	99

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - MAFS - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos .....	92
Quadro 2 - MAFS - 2022.....	97
Quadro 3 - MAFS 2022 - ajustado .....	98

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AgeRio	Agência Estadual de Fomento
ALERJ	Assembleia Legislativa do Estado do Rio de Janeiro
ANP	Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
BANERJ	Banco do Estado do Rio de Janeiro
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CCFS	Conselho Consultivo do Fundo Soberano
CEG	Companhia Estadual de Gás
CERJ	Companhia de Eletricidade do Estado do Rio de Janeiro
CGFS	Conselho Gestor do Fundo Soberano
CONERJ	Companhia de Navegação do Estado do Rio de Janeiro
DES	Desenvolvimento Econômico e Social
EES	Estado do Espírito Santo
Embratel	Empresa Brasileira de Telecomunicações
ERJ	Estado do Rio de Janeiro
ESP	Estado de São Paulo
FER	Fundo de Equalização de Receitas de Niterói
FFIE	Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRR	Fundo de Riqueza Regional
FS	Fundo Soberano
FSB	Fundo Soberano do Brasil

FSERJ	Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro
FSM	Fundo Soberano de Maricá
FSMI	Fundo Soberano do Município de Ilhabela
FSR	Fundo Soberano Regional
FSS	Fundo Soberano de Saquarema
FUNSES	Fundo Soberano do Estado do Espírito Santo
G7	Grupo dos países mais industrializados do mundo
G20	Grupo das 19 maiores economias do mundo mais a União Europeia
GAPP	Generally Accepted Principles and Practices
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
II PND	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento
IP	Indicações políticas
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IV	Item de verificação
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Fund
LC	Lei Complementar
LMTI	Linaburg-Maduell Transparency Index
MAFS	Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos
ML	Monitoramento Local
ONU	Organização das Nações Unidas
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
OPSWF	One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group
PIB	Produto Interno Bruto

PPGER	Programa de Pós-Graduação em Economia Regional e Desenvolvimento
PSD	Produto ou serviço desnecessário
PT	Ponto de transição
PTB	Partido Trabalhista Brasileiro
RFF	Recursos Financeiros Finais
RFI	Recursos Financeiros Iniciais
RPE	Royalties e Participações Especiais
SCI	Santiago Compliance Index
SEFAZ	Secretaria de Estado de Fazenda
SEPLAG	Secretaria de Planejamento e Gestão
SF	Superfaturado
SOI	State-Owned Investors
SWF	Sovereign Wealth Fund
SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TRI	Trimestre
UCAM	Universidade Cândido Mendes
UDN	União Democrática Nacional
UFRRJ	Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	20
<b>CAPÍTULO I – Um Breve Resgate Histórico do Rio de Janeiro: do Esvaziamento Econômico Pós Perda da Capitalidade à Dependência do Petróleo.</b> .....	23
1.1 Decadência da Economia Fluminense no Início do Século XX .....	23
1.2 Transferência da Capital para Brasília .....	25
1.3 Falta de Reflexão sobre a Realidade Local .....	27
1.4 Esvaziamento Econômico .....	29
1.5 Crise dos Anos 1980 .....	30
1.6 Década de 1990: Inflexão Positiva e Consolidação do Petróleo .....	31
1.7 Considerações Finais .....	33
<b>CAPÍTULO II - Estrutura Econômica do Estado do Rio de Janeiro: Vulnerabilidade aos Recursos do Petróleo?</b> .....	34
2.1 Royalties e Participações Especiais (RPE) nos Estados Produtores .....	36
2.2 Análise da Relação entre RPE e Receitas Estaduais e entre RPE e ICMS .....	39
2.3 Relação entre RPE e PIB .....	42
2.4 Relação entre ICMS e Receitas Estaduais .....	43
2.5 Relação entre ICMS e PIB .....	46
2.6 Considerações finais .....	48
<b>CAPÍTULO III - Fundos Soberanos de Riqueza: gênese e instrumentos de avaliação</b> .....	51
3.1 Gênese dos Fundos Soberanos de Riqueza .....	51
3.1.1 Criação dos primeiros fundos .....	52
3.1.2 Objetivos e classificação dos fundos soberanos de riqueza .....	54
3.1.3 Os grupos de trabalho de Fundos Soberanos .....	58
3.2 Porque os Fundos Soberanos de Riqueza são vistos com reserva pelo Mercado Financeiro e pelos Países Centrais .....	59
3.3 Governança e Transparência: dois Pilares Fundamentais .....	62
3.4 Instrumentos de Avaliação de Fundos Soberanos de Riqueza .....	64
3.4.1 Os Princípios de Santiago .....	64
3.4.2 O Scoreboard do Truman .....	65
3.4.3 O Índice de Transparência Linaburg-Maduell .....	67
3.4.4 O Santiago Compliance Index (SCI) .....	69
3.4.5 O One Planet Index - OPSWF Investment Framework .....	71
3.4.6 O GSR Scoreboard .....	72
3.5 Considerações finais .....	75

<b>CAPÍTULO IV - O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e sua avaliação a partir do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos (MAFS).....</b>	<b>76</b>
<b>4.1 O Fundo Soberano do Brasil.....</b>	<b>76</b>
<b>4.2 O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro (FSERJ).....</b>	<b>78</b>
<b>4.2.1 Fundamentos do FSERJ.....</b>	<b>78</b>
<b>4.2.2 Estrutura de Gestão.....</b>	<b>80</b>
<b>4.3 Apresentação do MAFS (Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos).....</b>	<b>84</b>
<b>4.3.1 Por que criar o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos?.....</b>	<b>85</b>
<b>4.3.2 Como o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido.....</b>	<b>86</b>
<b>4.3.3 Apresentação do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos.....</b>	<b>91</b>
<b>4.4 Resultados da análise: Avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro....</b>	<b>96</b>
<b>4.5 Proposta de ações para o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro.....</b>	<b>101</b>
<b>4.6 Considerações finais.....</b>	<b>103</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>104</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>106</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>113</b>

## INTRODUÇÃO

O lançamento do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro em 02 de março de 2022 surge como uma luz com capacidade para ajudar a economia fluminense a reverter a trajetória de perdas observada no decorrer de sua história, processo iniciado em 1870, quando teve início o esvaziamento da atividade cafeeira, que migrava de forma vigorosa para o Estado de São Paulo. Em um período mais recente, o ano de 1960 é tido como outro importante marco do declínio do Estado do Rio de Janeiro em função da transferência da capital para Brasília, o que traria consideráveis prejuízos em função, principalmente, da migração dos gastos públicos em decorrência da administração do país ter sido deslocada para o planalto central, o que para vários autores se configuraria como um grave problema tendo em vista a ausência de pensamento local por parte da sociedade fluminense. Antes o berço e caixa de ressonância do pensamento brasileiro, o Rio de Janeiro foi relegado a condição de coadjuvante, o que representou um duro golpe tanto na economia quanto na autoestima do estado e de sua população. Os efeitos dessa mudança de status não passariam despercebidos, como será mostrado no decorrer do trabalho.

No final do século XX o Estado do Rio de Janeiro experimentaria um afluxo de recursos originados pela atividade petrolífera cuja magnitude não encontra precedentes, pelo menos não depois da transferência da capital para Brasília. Os recursos provenientes de Royalties e Participações Especiais são vistos como um ponto de inflexão na trajetória da economia fluminense em direção a um quadro de maior crescimento econômico, condição imprescindível para que parte das mazelas que acometem o estado sejam revertidas.

Uma questão a ser observada é que os citados recursos não viriam sem que um intermitente sinal de alerta causasse desconforto a um pequeno grupo de pesquisadores, acadêmicos e agentes públicos. Se por um lado havia uma confortável soma de recursos fluindo para os cofres fluminenses, por outro lado a vulnerabilidade, ou dependência, crescia de forma incontestável. Era certo que havia uma benção, mas também era certo que a semente do paradoxo da abundância estava sendo germinada diante dos olhos impassíveis da sociedade. É nesse cenário de aprofundamento da vulnerabilidade das finanças fluminenses que reside a justificativa para a realização do presente trabalho.

O surgimento do FSERJ com seu caráter de iluminador dos caminhos que levarão ao incremento do desenvolvimento social e econômico, apesar de ser uma louvável iniciativa, não trará, de forma automática, os resultados necessários para que haja o mínimo de reversão da ruptura que a perda da capitalidade representa para o estado e sua sociedade. Essa observação dá origem a formulação da hipótese de que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro não apresenta as características necessárias para que possa ser visto pela comunidade acadêmica e financeira como um instrumento de investimento soberano comparável a seus pares com atuação global. Em outras palavras, o fundo fluminense não seria um fundo de classe mundial, condição fundamental para que esse instrumento de investimento soberano tenha eficiência no que tange aos resultados entregues para a sociedade, que passa de forma plena por uma governança ilibada e transparência inquestionável. Na ausência desses preceitos, a longevidade do Fundo soberano é posta em xeque. A esta hipótese é preciso considerar um elemento adicional: ainda que o FSERJ seja um Fundo Soberano de classe mundial, é necessário verificar se ele é um instrumento de investimentos que considera o desenvolvimento regional como um preceito.

A primeira parte da hipótese poderia ser testada através de uma comparação entre a estrutura do fundo fluminense e de uma seleção de fundos soberanos tidos pela literatura como fundos de primeira linha. A questão é que essa abordagem resolveria o problema apenas de forma parcial, se for considerado que partes da estrutura de determinados fundos estrangeiros poderiam não ser aplicáveis ao fundo fluminense. Para equacionar o problema seria necessário avançar na busca de meios que pudessem sanar o problema de forma integral, o que foi alcançado através do desenvolvimento do MAFS (Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos), que é uma ferramenta que permite a avaliação do fundo soberano fluminense. O MAFS foi originalmente desenvolvido tendo o FSERJ como ponto focal, mas depois de testado se mostrou aplicável a todos os fundos soberanos em operação no Brasil atualmente, como será detalhado no decorrer da dissertação.

No momento da elaboração deste trabalho todos os instrumentos de análise de fundos soberanos disponíveis em domínio público apresentam uma abordagem integralmente voltada para fundos soberanos nacionais e globais, o que representava um lapso para os interessados em pesquisar fundos soberanos regionais. Acredito que o MAFS apresente todas as características técnicas para suprir essa lacuna e para contribuir com a comunidade acadêmica, além de estar alinhado aos princípios de uma pós graduação em economia regional e desenvolvimento.

Esta dissertação está dividida em 4 capítulos com essências totalmente distintas, mas que se entrelaçam para permitir uma adequada visualização do contexto que dá origem a necessidade de elaborar uma análise mais detalhada do fundo soberano fluminense. O primeiro capítulo mostra um breve, porém suficiente, resgate histórico do Estado do Rio de Janeiro pós perda da capital para Brasília.

Lançando mão do desenvolvimento de algumas métricas selecionadas, o segundo capítulo discorre sobre a estrutura econômica do Estado do Rio de Janeiro no que tange a sua vulnerabilidade aos recursos originados pelos royalties e participações especiais. Além da análise da representatividade dos recursos do petróleo nas finanças fluminenses, as mesmas métricas são apresentadas para os outros dois estados que formam a tríade dos royalties (Estados do Espírito Santo e São Paulo) como efeito comparativo.

Uma exposição sobre a indústria de fundos soberanos desde sua gênese até os instrumentos de análise e as instituições que os monitoram, passando pelas implicações políticas e as polêmicas que cercam esses fundos é feita no terceiro capítulo.

Encerrando o trabalho, o capítulo 4 apresenta o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e sua avaliação a partir do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos (MAFS). Para alcançar tal propósito são apresentados os fundamentos e a estrutura de gestão do fundo. Na sequência, ainda no capítulo 4, é apresentada a ferramenta de análise desde sua concepção. O passo seguinte, dentro da lógica, é a apresentação do resultado da avaliação do FSERJ através do MAFS. Uma proposta de ações a serem adotadas pelo FS encerra o capítulo.

É importante ressaltar o risco do leitor ser involuntariamente induzido pelos títulos dos capítulos, tendo o título da dissertação como indutor. Supor que o capítulo 4 seja o mais importante deste trabalho em função de conter “Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro” e “Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos” em seu título pode trazer avaliações falaciosas sobre o trabalho como um todo e sobre o FSERJ e o MAFS, de forma específica. Ainda que o quarto capítulo aborde nosso objeto de estudo de forma mais direta que os três primeiros capítulos, é importante observar que ele é o desfecho, enquanto os demais formam os pilares sem os quais o desfecho não se sustenta.

## **CAPÍTULO I – Um Breve Resgate Histórico do Rio de Janeiro: do Esvaziamento Econômico Pós Perda da Capitalidade à Dependência do Petróleo.**

A pretensão desse capítulo não é esgotar os debates históricos nem promover uma análise mais profunda e detalhada de questões sobre as quais, em maior ou menor grau, haja reconhecido consenso. Essa tarefa já foi realizada de forma adequada por inúmeros autores. O objetivo é fornecer ao leitor um panorama geral sobre a história do Rio de Janeiro desde a perda da capital, que foi transferida para Brasília em 1960 até o final da década de 1990, reconhecido como o período que representa o ponto de inflexão da economia fluminense rumo ao desenvolvimento, ainda que de forma pouco robusta. Para uma análise mais aprofundada serão abordados tópicos fundamentais como a decadência da economia fluminense no início do século XX, de cunho básico para o entendimento de algumas peculiaridades do Rio de Janeiro, a questão da falta de reflexão sobre a realidade local em favor do pensamento nacional, o chamado esvaziamento econômico e a crise dos anos 1980.

Esse panorama geral tem o papel de inserir, para os não iniciados, ou relembrar aos iniciados, os principais fatos e acontecimentos de cunho econômico que permitirão o adequado entendimento sobre o ponto focal do presente trabalho: o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro.

Conhecer história para muitos é uma condição *sine qua non* para a adequada absorção de um novo tema ou mesmo de um tema já estudado, mas que é objeto de uma nova abordagem. Eu sou uma dessas pessoas. Como economista, é certo para mim, que o entendimento de aspectos históricos facilita a assimilação e compreensão de pontos que explicam o quadro atual do Estado do Rio de Janeiro. Nas palavras de Zweig (2006 p.193) “*para comprender cabalmente una ciudad, una obra de arte, una persona, precioso es conocer su pasado, la historia de su vida, su desarrollo*”.

Este capítulo fará uma exposição do contexto histórico sem lançar mão de gráficos, quadros e tabelas. Para que a leitura e a compreensão ganhem maior fluidez abdicou-se do uso de comparações numéricas e conteúdo matemático, sem que isso comprometa a necessária profundidade na abordagem do assunto proposto. Tais ferramentas e instrumentos serão largamente utilizados nos capítulos 2, 3 e 4.

### **1.1 Decadência da Economia Fluminense no Início do Século XX**

A análise que será apresentada é delimitada pela mudança da capital do país do Rio de Janeiro para Brasília em 1960, mas para que o entendimento do quadro geral fique mais claro é necessário retroceder um pouco no tempo, precisamente até o início do século XX que é historicamente reconhecido como o início do processo de decadência da economia fluminense.

A atividade cafeeira viveu seu auge no Rio de Janeiro. Em meados do século XIX, 90% do café Brasileiro era produzido em terras fluminenses, situação que não demoraria a ser revertida em favor do estado de São Paulo. Por volta de 1870, além da grande disponibilidade física para cultivo agrícola, as terras paulistas apresentavam níveis de produtividade superiores aos verificados na parte fluminense do Vale do Paraíba, o que pode ser interpretado como fator

fundamental que dará suporte ao processo de perda da hegemonia econômica do Rio de Janeiro, tendo em vista a expansão da atividade cafeeira no estado vizinho.

A perda da hegemonia experimentada pela economia fluminense foi uma ruptura em um quadro onde o Rio de Janeiro era tido e havido como o centro das atividades do Brasil, seja no âmbito econômico, político ou cultural. A economia paulista que até então ocupava o segundo lugar, avançava e conquistava espaço menos por se apropriar de recursos provenientes da “periferia nacional”, e mais em função do Estado de São Paulo já naquela época contar com boa integração ao comércio internacional, além de ter desenvolvido relações capitalistas de produção consideravelmente mais avançadas de uma forma que não encontrava paralelo na economia brasileira, o que é verificado até os dias atuais. Um bom indicador da diferença entre as distintas abordagens em relação a cultura do café pelos dois estados é que a partir de 1870 a máquina de beneficiamento generalizou-se no oeste paulista ao passo que sempre teve presença reduzida no Vale do Paraíba.

Embora a atividade cafeeira apresentasse grande representatividade na estrutura econômica fluminense, havia uma variável junto com a disponibilidade e produtividade da terra, que fazia parte da sua essência que seria decisiva para colocar essa atividade em xeque no Rio de Janeiro, levando à perda do seu dinamismo: a utilização de mão de obra escrava. O progresso da atividade cafeeira absorveu grande contingente de imigrantes europeus e, embora a estruturação do mercado de trabalho assalariado estivesse sendo praticado com lentidão, a circulação monetária e mercantil no planalto paulista ocorria de forma consistente. Para Cano (1981 p.244) a decadência da economia fluminense se daria com o surgimento e expansão do complexo cafeeiro paulista, que tinha como característica a não utilização de mão de obra escrava, o que teve vital importância no processo de acumulação de capital, enquanto a economia escravista cafeeira do Rio de Janeiro restringia a ampliação do excedente em função da necessidade dos produtores acumularem capital por meio da aquisição de novos escravos. Para Pignaton (1977 p.148) a posição de liderança do Rio de Janeiro na “industrialização” brasileira ocorreu concomitantemente à derivação de vários e sérios entraves estruturais, que logo se tornariam obstáculos ao seu processo evolutivo posterior. Para o autor, o maior desses entraves seria a herança escravista, pois a utilização de trabalho compulsório impediu a consolidação de uma acumulação em bases concretamente capitalistas, o que retardou a consolidação de um mercado consumidor.

Lessa (2000 p.99) também correlaciona a perda relativa da hegemonia econômica local à derrocada de sua cafeeicultura, mas ressalta que essa perda não transformaria o Rio em um estado de segundo nível. Ele enfatiza que a posterior perda progressiva de hegemonia econômica, com o declínio da cafeeicultura fluminense, não reduziu o Rio a um gueto burocrático tipo Brasília e ressalta que “o Rio sempre abriu mão, com facilidade, de seus interesses econômicos locais em nome da função política maior. Esta postura displicente, conveniente enquanto capital, irá lhe custar caro, após a perda da capitalidade.”

A questão da mão de obra teve grande relevância porque a predominância do trabalho escravo na atividade cafeeira limitou a expansão do mercado interno, que por sua vez comprometeu a formação de uma estrutura industrial mais robusta. Lessa (2000 p.111) mostra que no Rio de Janeiro a mão de obra escrava era utilizada em quase todas as etapas, inclusive nas operações de transporte para o porto, antes da ferrovia.

Como a cafeeicultura paulista foi baseada desde o início em mão de obra assalariada, conseqüentemente houve a formação de um mercado consumidor principalmente para alimentos e outros produtos de consumo não duráveis, o que permitiu acumulação de capital e a realização de investimentos na constituição de fábricas para atender aquela demanda. Em

função de haver um processo maciço de imigração, não houve pressão para aumento de salários, permitindo que o fator mão de obra, que já era abundante, fosse também barato. Esse cenário era favorável à expansão da atividade industrial por conta da formação de um mercado de consumo. Ainda que incipiente, esse mercado consumidor passou a ser suprido por uma indústria própria, oposto ao que era verificado até então, quando a produção manufatureira guanabarina supria tal demanda.

Paralelo ao avanço da atividade cafeeira, a atividade industrial paulista ganhava importância e destaque, quando comparada com a indústria fluminense. Para Lessa (2000), logo após a Primeira Guerra Mundial a indústria paulista avançou e tomou a dianteira, que antes pertencia ao Rio de Janeiro. Isso ocorreu, segundo o autor, em função das empresas de São Paulo terem se apoiado firmemente no tamanho da sua atividade cafeeira, que era mais expressiva que sua congênere fluminense.

A indústria nacional avançava e se consolidava com destaque para o parque industrial paulista. Quando a Grande Depressão sobrevém e impõe a forte retração da capacidade de importação das nações, a ação do Estado brasileiro em defesa dos níveis de rendimento da cafeicultura favoreceria os investimentos industriais, beneficiando o compartimento industrial mais avançado do país, o paulista (Osorio, 2005).

Para Natal (2001 p.22) a perda de pujança da economia do Rio de Janeiro ocorreria de forma paralela ao surgimento e consolidação do complexo cafeeiro paulista. As consequências negativas derivadas da transferência da capital para Brasília “apenas agudizaram as inúmeras e históricas fragilidades da economia e sociedade fluminense, não sendo, no entanto, as causas fundantes de sua degradação societária”.

## **1.2 Transferência da Capital para Brasília**

Tendo sido construído historicamente com a função de representar a unidade e a síntese da Nação brasileira, o Rio de Janeiro sempre funcionou como a vitrine do país e como uma caixa de ressonância da moda, cultura, hábitos, costumes e também dos problemas e desafios que tinham na cidade uma espécie de laboratório para tudo de bom e de ruim que ocorria no país. Em muitos aspectos ainda é assim.

Na perspectiva do historiador e ex-prefeito de Roma, Giulio Argan (1964), todos os países possuem uma cidade que é a sua referência internacional e que não necessariamente é também a sua capital burocrática. Como exemplos podemos citar a cidade de Sidney, na Austrália, que por muitos é vista como a síntese do país, em vez de Camberra, a capital, e a cidade de Nova Iorque, nos Estados Unidos, em vez de Washington. A capitalidade é um elemento fundamental para o entendimento da gênese do Rio de Janeiro, por isso a transferência da capital para Brasília, embora prevista pela Constituição de 1891 e mantida na carta de 1946, talvez tenha sido o maior desafio que o Rio de Janeiro enfrentou desde a sua fundação em 1565. Para Motta (2001a p.24) a capitalidade idealizada e proposta por Argan constitui o lugar da política e da cultura, como núcleo da sociabilidade intelectual e da produção simbólica, representando, cada uma a sua maneira, o papel de foco da civilização, núcleo da modernidade, teatro do poder e lugar de memória. Fica claro que a capitalidade vai além do “ser capital” de um país e tem o poder de influenciar e em maior ou menor grau, definir trajetórias econômicas de um país ou região. Como observado por Osório e Versiani (2015 p.76) “tal característica, a nosso ver, coloca-se como um elemento-chave para o entendimento da trajetória da cidade e do

Estado do Rio de Janeiro, que interfere decisivamente no processo de definição de políticas públicas e de estratégias econômicas para a região.”

A transferência da capital, além de ser uma ruptura no marco institucional não apenas do Rio de Janeiro, mas também do Brasil, ainda que em menor grau, impôs ao estado, quase que da noite para o dia, um quadro delicado cujos efeitos perduram até hoje. Um dos pontos de maior relevância para o entendimento do desafio foi a perda substancial de renda tendo em vista que o gasto público e a massa salarial, com grande participação do funcionalismo público, não mais se realizava no estado. Para Silva (2004 p.41) “sobre isso não restam dúvidas, as interrogações pairam sobre a dimensão dessas perdas e quais foram os setores diretamente (e mais substancialmente) atingidos pela transferência.” Tendo em vista a relevância do gasto público e da massa salarial para a atividade econômica do estado, é possível afirmar que as atividades terciárias foram as que mais sofreram.

A ruptura provocada pela perda da capitalidade deu origem a uma erosão econômica e social para o Rio de Janeiro que ficaria mascarada por cerca de vinte anos, ou seja, até o início da década de 1980. Isso ocorreria, segundo Osorio (2005 p.42), em função de uma série de fatores, como o fato de a região estar, historicamente, desobrigada da preocupação de defender interesses regionais, não estando institucionalmente voltada para essas questões; a grande efervescência cultural que marcou o Rio de Janeiro nos anos 1960 (Bossa Nova, Cinema Novo etc.), anuviando a percepção do processo de erosão e perda de prestígio já iniciado; a lentidão da transferência da capital; e a ilusão de uma perspectiva duradoura provocada pelos investimentos promovidos pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), na década de 1970.

A inexistência de planejamento visando identificar os pontos de vulnerabilidade que seriam expostos com a transferência da capital para Brasília, é um ponto digno de reflexão que perdura até hoje e que constitui um sintoma da carência de reflexão acerca de questões regionais e de estratégias adequadas para fomentar o desenvolvimento social e econômico, assunto que será abordado mais adiante.

Ainda que a mudança da capital para o planalto fosse assegurada pela Carta Magna de 1891, a população, as classes política e empresarial não acreditavam que ela de fato ocorreria, o que colaborou para a falta de reflexão da realidade local que se impunha. Para Lessa (2000 p. 356):

O Rio cedeu os direitos de primogenitura em troca de um prato de lentilhas que lhe pareceu, à primeira vista, extremamente apetitoso, pois, além da euforia fiscal, foi-lhe garantido que seria lenta a transferência das funções para Brasília. Isto era facilmente admissível pelo carioca que, em sua consciência, não acreditava que ninguém fosse acelerar a partida do paraíso para o isolamento do planalto central. Aceitou essa promessa sem qualquer salvaguarda. Não imaginou que haveria um regime autoritário, instalado em 1964, acelerando a imediata transferência das elites administrativas e, após 1968, de corpos burocráticos integrais em busca do máximo isolamento social.

Além da ruptura provocada pela transferência da capital para Brasília, o Rio de Janeiro apresentou grande degradação em sua lógica política pós golpe militar de 1964, basicamente em função das cassações ali verificadas. Para Osorio e Versiani (2013 p.201) "de fato, pela centralidade política do Rio de Janeiro, no cenário brasileiro, a sua representação federal foi fortemente atingida no processo de cassações", o que gerou uma polarização entre o PTB e a UDN que levaria a uma desarticulação da lógica nacional em favor da lógica local e da política clientelista que se tornaria hegemônica com Chagas Freitas.

Um ponto que colaborou de forma decisiva para a degradação do ambiente no Rio de Janeiro que não foi percebido naquela época, mas que viria a ser identificado mais tarde é o fato de que a repressão militar foi mais acentuada no Rio de Janeiro, que tinha como objetivo calar basicamente pessoas que disseminavam o pensamento crítico, como artistas e professores, por exemplo. Como muitos agentes envolvidos em repressão e tortura perceberam que essas atividades poderiam gerar retornos financeiros, estava lançado um importante pilar para a formação das milícias e de outros agentes que atuavam nas sombras e em espaços onde o estado estava ausente. Como observado por Osorio e Versiani (2013 p.204-5) "A trajetória do Estado do Rio de Janeiro no pós-1960 também conduziu a uma situação particularmente grave no que tange à questão da segurança pública, com a constituição de "estados paralelos" na metrópole carioca". Esta lógica de verdadeiros 'estados' dentro de estados não encontra paralelo em outras metrópoles brasileiras. Para os autores esse fato ocorre como resultado da desestruturação ocorrida na polícia fluminense com a instauração do marco institucional que passa a existir no Rio após o golpe de 1964.

Apesar da economia fluminense iniciar o enfrentamento dos efeitos que a transferência da capital para o planalto traria, na visão de Osorio (2005 p. 95), há três elementos fundamentais que fazem com que os problemas ocasionados pela perda da capital e da indefinição de uma adequada estratégia fiquem momentaneamente neutralizados: os aportes federais realizados no Rio de Janeiro ao longo dos anos 1960, com a criação de empresas como o Banco Nacional da Habitação (1964) e a Embratel (1965); a efetiva demora da transferência da capital; e, por fim, o dinamismo apresentado pela economia brasileira naquele momento, com especial ênfase para o período do "milagre econômico".

### **1.3 Falta de Reflexão sobre a Realidade Local**

A transferência da capital para o planalto não foi percebida de forma rápida por questões já abordadas no item anterior, cujas causas iriam deixar clara uma característica peculiar do Rio de Janeiro: a ausência de pensamento local. A cultura e a memória da capitalidade, ainda hoje existentes no Rio de Janeiro, são elementos fundamentais para a formação e manutenção da identidade política, colaborando de forma decisiva para que, ainda que de forma involuntária, os agentes econômicos e políticos pensassem a realidade de uma forma mais ampla, ou seja, com caráter exclusivamente de cunho nacional, em detrimento do local.

Outro ponto que merece destaque e que auxilia na compreensão da ausência de pensamento local no Rio de Janeiro é que a Constituição de 1891 teria intencionado manter o Distrito Federal como um espaço nacional na sua essência, resgatando a Constituição estadunidense e a utilizando como ponto de partida. Para Osorio (2005 p.80) "procurando seguir o padrão de Washington, ao iniciar-se a República brasileira se consolidaria uma definição

constitucional para sua capital com espaço mínimo para o jogo político local e uma interferência bastante intensa da esfera nacional.”

No início da República foi definido em lei que o prefeito do Rio de Janeiro seria nomeado pelo Presidente da República e que os senadores e deputados federais seriam eleitos, configurando uma estrutura política peculiar e não observada em outros estados do Brasil, colaborando, dessa forma, para que o Rio de Janeiro experimentasse considerável dificuldade na concretização de uma lógica institucional local.

Ainda hoje os hábitos e atenções da sociedade, de uma forma geral, são voltados para temáticas nacionais, o que colabora sobremaneira para o empobrecimento do debate em relação às mazelas com as quais essa mesma sociedade convive. Esse ponto é abordado por Arnaldo Niskier, secretário estadual de ciência e tecnologia no período 1968-1971, na obra *Rio Ano 2000*, onde ele afirma que a vivência dos problemas nacionais teria reduzido os problemas locais a pálidos reflexos em função da história do Rio de Janeiro se confundir com a história do Brasil, fruto de quase dois séculos desempenhando o papel de capital do país. “Depois da mudança da Capital para o Planalto, o povo carioca descobriu que só conhecia a si mesmo e de sua cidade a visão do turista apressado.” (Guanabara, 1970:15)

A ausência de reflexão sobre a realidade local levou a adoção de uma política de desenvolvimento econômico inadequada para promover o crescimento da renda fluminense. Os dois primeiros governos do Estado da Guanabara, a saber, Carlos Lacerda e Negrão de Lima, realizaram uma política de fomento à criação de Distritos Industriais baseada, como mostra Osorio (2005 p.256) em “hipóteses equivocadas, como a de que estaria ocorrendo uma significativa ida de indústrias para o antigo estado do Rio e que, por esse motivo, a Velha Província viria crescendo a taxas superiores à média nacional, o que demonstrei...não ser verdadeiro.” Osorio e Versiani (2013 p.198) mostram que “tal política realizou-se, fundamentalmente, com base em dados e pressupostos equivocados, sem que se tivesse uma preocupação com o entendimento rigoroso e embasado das potencialidades da região, resultando, ao final da década, em um rotundo fracasso.”

O pensamento nacional em detrimento do local pode ser observado nessa citação de Motta (2001b p.3): “Sede do governo nacional, era no Rio que ecoavam os debates no Parlamento e na imprensa; eram os jornais cariocas que acompanhavam e interpretavam os fatos da Balaiada, da Farroupilha, da Cabanagem. Lócus da política nacional, o Rio deveria ficar distante da política local, identificada com a mesquinhez e a pequenez das brigas de comadres.” A adoção da prática de enxergar a realidade econômica fluminense mirando a realidade nacional cobra seu preço até os dias atuais e isso fica claro na ausência, ou insuficiência, de debates sobre a realidade local, o que colabora para que o Rio de Janeiro aumente sua dependência em relação aos sinais que são emitidos por Brasília e incorra no pecado da falta de planejamento regional. Para Osorio e Versiani (2015 p.84):

A particular preocupação, no Estado do Rio de Janeiro, com os temas nacionais vis-à-vis os locais, presente até os dias de hoje, pode ser verificada, por exemplo, pelo fato de que, se entrarmos nos sites dos Programas de Mestrado e Doutorado em Economia das Universidades localizadas na Região Metropolitana do Rio de Janeiro, veremos que permanecem inexistindo programas de pesquisa oficiais permanentes em Economia Regional. Isto ao contrário do que ocorre em outras regiões brasileiras, como São Paulo e Minas Gerais.

Cabe observar que esse fato foi revertido há pouco tempo com a criação do PPGER/UFRRJ (Programa de Pós-Graduação em Economia Regional e Desenvolvimento da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro) no ano de 2018.

Dada a falta de reflexão sobre a realidade local é razoável acreditar que os agentes agiam, ainda que involuntariamente, sem considerar o longo prazo como horizonte que nortearia o processo decisório. “Pode-se compreender, assim, que a tomada de consciência da nova unidade estadual (depois da fusão), denominada simplesmente estado do Rio de Janeiro, foi bastante tardia e que as preocupações desenvolvimentistas são muito recentes.” (Fauré, Hasenclever e Carvalho, 2005 p.46). A operação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, iniciada em 2022, é um passo concreto no sentido de reverter a lógica baseada no curto prazo e que facilitará a adoção de medidas fundamentadas pelo pensamento local. Esse instrumento de investimento permitirá que o Rio de Janeiro constitua reservas para auxiliar no financiamento do desenvolvimento social e econômico, além de diminuir a volatilidade dos fluxos de arrecadação provenientes de royalties e participações especiais.

#### **1.4 Esvaziamento Econômico**

Nos anos subsequentes a transferência da capital para Brasília e da fusão, o estado do Rio de Janeiro inverteu a “lógica” e passou a apresentar taxas de crescimento econômico inferiores as taxas observadas em outros estados brasileiros, cenário esse que deu origem ao termo “esvaziamento econômico”, que é motivo de polêmica até os dias atuais, talvez causada por falta de consenso na utilização do termo. A transferência da capital para o Planalto central provocou perdas de renda substanciais para o estado do Rio de Janeiro considerando a ausência do gasto público e da massa salarial que não mais se realizavam em seu espaço. O ponto que merece reflexão é que perda de participação relativa não significa, necessariamente, decadência econômica.

O esvaziamento é atribuído a quatro fatos distintos: a) transferência da capital para Brasília, o que ocasionou perda de parte dos serviços administrativos e de arrecadação tributária; b) fusão do estado da Guanabara com o Rio de Janeiro, vista como uma relação parasitária da Velha Província (interior) com a capital; c) descaso do governo central em relação a investimentos que deveriam ser realizados no Rio de Janeiro, mas foram realizados em outros estados como o Polo Petroquímico (Rio Grande do Sul) e o Polo de Informática (Campinas) e, d) descompasso no crescimento do PIB do Rio de Janeiro vis-à-vis ao de outros estados da federação.

A perda de pujança da economia fluminense não pode ser interpretada como um processo de decadência econômica, mas sim como consequência do descompasso entre as taxas de crescimento do PIB regional e nacional. A exceção é a década de 1980, em função da crise econômica, que será abordada no tópico seguinte. Para Silva (2004 p.143-4) o Rio, semelhantemente ao conjunto nacional, apresentou expressivo crescimento e modernização, se inserindo efetivamente no movimento da economia brasileira, porém em função da assimetria entre as taxas de expansão, a região perdeu continuamente participação no conjunto nacional. O estudo mostra que a economia fluminense foi acometida por um processo de perdas de participação no produto nacional que não significam a existência de uma crise ou encolhimento real, pelo contrário, as perdas de participação foram causadas pelo padrão de crescimento espacialmente concentrado no estado de São Paulo.

A polêmica questão do esvaziamento econômico produz argumentos sobre eventualmente estar carregado por um forte comprometimento ideológico das elites da capital do estado em defesa dos seus próprios interesses em detrimento de outras regiões do estado e que, por isso, projetariam os problemas da capital como se ocorressem em todo o estado do Rio de Janeiro. Para Limonad (1996 p.14) “o esvaziamento, assim, é utilizado como síntese da complexa realidade estadual para atender a interesses políticos diversos, em uma tentativa de tornar o Rio de Janeiro, principalmente o município e a região metropolitana, uma prioridade nacional.” E com isso deixou-se de observar a complexa diversidade no interior do estado e as transformações ocorridas nos últimos vinte anos, em parte devidas à articulação tardia da região metropolitana com o interior. Nesse ponto cabe observar que ainda que o Rio de Janeiro tenha perdido com a transferência da capital para Brasília, é necessário destacar que os efeitos foram percebidos com maior intensidade na cidade do Rio e na região metropolitana, ficando o interior fluminense em uma situação mais confortável. É importante ter atenção a esse ponto pelo fato dele mostrar uma peculiaridade do pensamento regional abordado no item anterior. Para Silva (2009 p.44) existe a persistência de “tentar se compreender a economia fluminense a partir (quando não exclusivamente) da dinâmica econômica da cidade do Rio de Janeiro.” Embora a representatividade da economia carioca seja relevante, as análises acerca do esvaziamento da economia fluminense como um todo tendem a minimizar ou ocultar movimentos estruturantes em regiões no interior do estado.

## **1.5 Crise dos Anos 1980**

Historicamente conhecido como década perdida, o período compreendido entre os anos de 1980 e 1989 pode ser interpretado como um momento de ruptura no padrão de crescimento e desenvolvimento da economia brasileira observado a partir do processo de industrialização, tendo sido marcado por menores taxas de crescimento da renda, desequilíbrios externos, intensificação do processo inflacionário e diminuição dos níveis de emprego. Para termos uma visão mais apurada daquela década é importante considerar que o segundo choque do petróleo (1979) mostrava seus efeitos, dentre eles a elevação da taxa de juros nos Estados Unidos, o que contribuiu sobremaneira para fragilizar ainda mais a economia brasileira.

Em função da perda do status de capital após quase dois séculos sendo o fiel espelho do Brasil, o Rio de Janeiro sentiu o duro golpe representado pela perda do gasto público que alavancava a massa salarial, incrementando o nível de emprego e renda em território fluminense. Além disso, o investimento do governo era fundamental para preparar as empresas estatais para atender a demanda de setores vitais da economia fluminense tendo em vista seu

efeito multiplicador. Compensar a perda desses fatores não seria uma tarefa nada trivial e acreditar que o processo seria revertido na década de 1980 não seria minimamente razoável tendo em vista a severidade do quadro macroeconômico de então.

Outro ponto relevante que ajuda a entender a crise que acometeu o Rio de Janeiro nos anos 1980 foi o baixo dinamismo apresentado por sua indústria de uma forma geral que era caracterizada pela concentração em setores de bens intermediários e pela complementaridade que a indústria fluminense tinha em relação ao parque industrial de São Paulo, originada ainda na década de 1950. Com o cenário macroeconômico conturbado em nível internacional, o Brasil internalizou os efeitos da crise que afetaram diretamente a atividade econômica paulista, levando o Rio de Janeiro a reboque. O período foi marcado por “decadência e falta de competitividade industrial, redução do gasto público federal no estado, agravamento da questão social e dos conflitos de natureza federativa.” (Natal, 2004)

O estado do Rio de Janeiro experimentou uma década delicada sob o ponto de vista econômico e que não emitia sinais de reversão, pelo menos até o início da década de 1990, período que será abordado no próximo tópico. Para Silva (2004 p.105) "o estado do Rio de Janeiro não foi capaz de alterar sua trajetória de perdas de participação na produção nacional em meio ao desajuste da economia nacional nos anos 1980. Pior: sua posição foi agravada, tendo passado por forte crise durante a década. Neste período, o esvaziamento relativo se converteu em crise ‘verdadeira’ que transpôs, inclusive, os limites referentes à economia, atingindo várias esferas da vida societária regional.”

## **1.6 Década de 1990: Inflexão Positiva e Consolidação do Petróleo**

Após a conturbada década de 1980, que é caracterizada como o período de maiores crises econômicas da história contemporânea do Brasil, os anos 1990 foram caracterizados por uma série de acontecimentos que, embora não possam ser interpretados como um divisor de águas em direção a pujança econômica do Estado do Rio de Janeiro, mostra o ponto de inflexão na trajetória observada no decênio anterior. Natal (2004 p.72) observa que “não se afirma que a economia fluminense tenha ingressado a partir de meados dos anos 1990 em uma fase espetacular de crescimento econômico sustentado, longe disso, e sim que houve uma inflexão econômica, positiva, em relação ao período progresso de degradação.” Essa inflexão contribuiu para reverter parte das expectativas negativas sobre o futuro da economia fluminense, o que permitiu segundo Silva (2004 p.107) consolidar “na sociedade local um amálgama de sensação e certeza de que o pior já havia passado, ou seja, o cenário vivido nos 80’s estava paulatinamente sendo superado.”

A década de 1990 herdou, e superou, parte significativa dos mais relevantes desafios que acometeram a década anterior. A redução do processo inflacionário permitido pela implementação do Plano Real, a retomada do crescimento econômico e consequente incremento no nível de emprego, intervenções urbanísticas e a mudança no modelo de desenvolvimento são marcas que caracterizam o período analisado.

Os investimentos privados ajudaram o Rio de Janeiro a alcançar o ponto de inflexão, muitos dos quais financiados com recursos do BNDES, como é o caso da privatização da Ponte Rio-Niterói. Outros investimentos relevantes foram a construção do parque gráfico de O Globo

na BR-040, a instalação das montadoras Peugeot-Citröen e Volkswagen em Resende, e a Guardian em Porto Real.

Por outro lado, o processo de privatizações conduzido pelo governo federal que estava em curso na década em questão teve considerável número de empresas sediadas no Rio de Janeiro como “alvo”, tais como a Petroflex (1992), Companhia Nacional de Álcalis (1992), Companhia Siderúrgica Nacional (1993), Light (1996) e a Companhia Vale do Rio Doce (1997) e todas as empresas que faziam parte do sistema Telebrás (1998). Na esfera estadual as privatizações de destaque são BANERJ, CERJ, CEG e CONERJ.

Os recursos ligados ao setor petróleo contribuíram de forma preponderante para o movimento de inflexão observado, o que levou a um quadro de melhora da atividade econômica de forma nada homogênea, ou seja, enquanto a indústria extrativa mineral apresentou um considerável ritmo, outras atividades não ligadas à cadeia de petróleo tiveram uma performance menos robusta.

A atividade petrolífera tem uma considerável relevância para a economia fluminense que vai além da estrutura produtiva que a suporta e dos ganhos gerados por esta, como impostos, emprego e renda. Embora esse tópico seja o fundamento que sustenta o capítulo 2 desse trabalho, é importante observar que as finanças públicas são positivamente impactadas pela determinação legal que obriga os produtores de petróleo e gás natural a repassar parte dos recursos à título de royalties e participações especiais ao estado do Rio de Janeiro e aos municípios, que juntos são líderes nacionais nesse tipo de receita. Para Silva (2004 p.144) “é preciso destacar que a importância do ouro negro para a economia fluminense se consolidou na década de 1990... gerando importantes transformações para sua economia, entre outras, o crescente volume de recursos repassados aos cofres públicos.”

Concluindo, a evidente inflexão positiva capitaneada pela indústria extrativa mineral foi positiva, entretanto, gera sinais de alerta. A forte vulnerabilidade das finanças fluminenses às receitas dos royalties do petróleo é uma fonte de instabilidade quando olhamos para o longo prazo pois essa renda pode ser revertida por disposições legais, levando o estado e os municípios a uma situação caótica sob a ótica fiscal. Nas palavras de Natal (2004 p.88): “o problema aqui é que as transferências podem, numa “canetada” política, ser alteradas, impondo perdas até significativas para a economia do Estado.” Além disso, há uma clara necessidade de elaboração de políticas públicas (e também privadas) que tenham o transbordamento para outros setores da economia como um objetivo claro e tendo o longo prazo como horizonte.

A história recente do Rio de Janeiro mostra de forma incontestável que as peculiaridades do estado o levaram ao ponto em que se encontra atualmente. O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro não tem poder nem pretensão de exercer o toque de Midas, mas, se operado de forma adequada, terá condições de ser um instrumento robusto para ajudar a trilhar o caminho rumo ao desenvolvimento social e econômico, como será apresentado no capítulo 4.

## 1.7 Considerações Finais

Este primeiro capítulo foi elaborado com o cuidado de resgatar e apresentar os aspectos históricos mais relevantes para a compreensão do ainda incipiente universo do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro de uma forma equilibrada, evitando cansar o leitor com excesso de informações, por um lado, e cuidando para que não houvesse lapsos que impedissem a elaboração de uma linha do tempo adequada, por outro lado. Qualquer dos dois extremos comprometeria sobremaneira o entendimento necessário.

A história do Estado do Rio de Janeiro no período analisado tem múltiplos papéis, mas serão ressaltados apenas dois de fundamental relevância. Quando as características técnicas presentes no Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos forem apresentadas no capítulo 4, o leitor poderá questionar a razão da existência de um dos Itens de Verificação - esses itens serão explicados no momento oportuno. De forma preliminar é suficiente ter em mente que os Itens de Verificação representam quesitos que serão avaliados no Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro – o que pode ser respondido por meio do resgate de fatos históricos decisivos para a formação do Rio de Janeiro contemporâneo. O segundo papel do resgate da história do ERJ neste trabalho é permitir o entendimento das razões que deram origem ao fundo soberano, conforme detalhado no Anexo E.

O Estado do Rio de Janeiro, ainda que involuntariamente, cedeu fatia importante de sua relevância econômica ao Estado de São Paulo em função de fatores de difícil reversão por se tratarem de questões estruturais, como o predomínio da mão de obra escrava, por exemplo. Os efeitos desse fato histórico foram discutidos no item 1.1. O entendimento e constante resgate dos acontecimentos históricos no debate político tem papel de grande importância na formação do pensamento e no processo de tomada de decisão da sociedade e dos entes públicos. Uma vez tendo conhecimento dos fatos passados e de suas consequências, é mais fácil fazer o percurso de forma diferente, se este for o caso.

Este capítulo não teve a pretensão de comparar o Estado do Rio de Janeiro pós mudança da capital para o planalto central em 1960 com o Rio de Janeiro atual, o que poderia induzir o leitor a acreditar que a eventual má gestão do FSERJ seria comparável, em magnitude, à ruptura sofrida com a perda do século passado. A ideia foi usar os efeitos negativos advindos da ruptura como ponto de reflexão para a eventual perda das oportunidades que um fundo soberano de classe mundial pode gerar.

## **CAPÍTULO II - Estrutura Econômica do Estado do Rio de Janeiro: Vulnerabilidade aos Recursos do Petróleo?**

Como demonstrado ao longo do capítulo anterior o Estado do Rio de Janeiro tem uma trajetória peculiar e única dentre todas as unidades da federação. Tendo sido capital do país por quase duzentos anos e, por isso mesmo, incorporado uma gama de pontos positivos em relação aos outros estados, ganhou vantagens competitivas únicas que permitiram o alcance de uma posição consolidada na economia nacional. Com o avanço dos acontecimentos históricos, com destaque para a transferência da capital para Brasília em 1960, a estrutura econômica começou a deixar claro os sinais da dependência em relação aos gastos do setor governo, problema que se agravou nas décadas seguintes pela ausência de pensamento local, dentre outros fatores já abordados. A década de 1990, tida como o ponto de inflexão para a economia fluminense, trouxe uma grande fonte de recursos financeiros, e de esperança em relação a um futuro menos vulnerável, os royalties do petróleo e participações especiais.

O objetivo deste capítulo é analisar algumas métricas selecionadas que permitirão uma interpretação mais apurada em relação ao papel que os RPE (royalties e as participações especiais) têm nas finanças do Estado do Rio de Janeiro. De forma paralela, mas não menos importante, será feita uma comparação entre os dados fluminenses e os dados dos estados do Espírito Santo e São Paulo, que juntos formam a tríade do petróleo no Brasil. A comparação das métricas dos três estados se justifica: os registros da Agência Nacional de Petróleo (2021) mostram que o Estado do Rio de Janeiro produz 80,6% do petróleo brasileiro, seguido por São Paulo, com 9,36%, e Espírito Santo com 7,25%, o que totaliza pouco mais de 97% de toda a produção nacional.

Entender a representatividade dos recursos do petróleo nas finanças do EES e ESP e utilizá-los como parâmetro para o ERJ é um bom caminho desde que feito com cautela, e é isso que o trabalho propõe. A ideia é comparar as métricas sem considerar as peculiaridades de cada estado, como sua estrutura produtiva, por exemplo. O Estado de São Paulo tem um parque industrial consideravelmente mais relevante que os parques industriais dos estados do Rio de Janeiro e Espírito Santo por isso é razoável esperar, antes de conhecer os dados, que a participação do ICMS no PIB seja maior naquele estado. Por outro lado, dado que o ERJ é o maior produtor de petróleo do Brasil, é razoável crer, ex ante, que a participação dos RPE no PIB seja mais relevante naquele estado, quando comparado ao EES e ESP. O intuito é confirmar a hipótese do grande papel que os royalties e participações especiais têm para a economia fluminense.

A exposição dos dados é iniciada com a apresentação dos valores auferidos por cada um dos dez estados que fazem jus ao recebimento de royalties e participações especiais. Aqui cabe uma breve pausa para a definição desses dois termos que acompanharão a evolução do trabalho até o capítulo 4. Segundo a Agência Nacional de Petróleo (2001) royalties são as compensações financeiras a serem recolhidas pelos concessionários (empresa a que foi outorgada a concessão de explorar e produzir petróleo e gás natural) na etapa de produção de petróleo e de gás natural. A participação especial é uma compensação financeira extraordinária devida pelos concessionários de exploração e produção de petróleo ou gás natural para campos de grande volume de produção ou grande rentabilidade.

No item seguinte serão apresentados os dados que permitirão identificar a proporção que os RPE têm no volume de receitas e a razão entre RPE e ICMS. A utilização do volume de receitas é imprescindível e dispensa maiores explicações, cabendo ressaltar apenas dois pontos:

as receitas orçamentárias se mostram mais adequadas por se tratarem da receita bruta e em função da facilidade para a realização de comparação com as receitas dos estados do Espírito Santo e São Paulo.

Mais adiante serão detalhados os dados de RPE como proporção do PIB, o que encerra a exposição que utiliza os royalties e participações especiais como numerador. Para que a análise tenha um grau adicional de robustez é importante fazer um paralelo dos royalties e participações especiais com uma relevante fonte de receitas que pode ser utilizada como uma proxy da atividade comercial e industrial em nível estadual, que é o ICMS. No primeiro momento será mostrada a relevância desse imposto no volume total de receitas dos estados e na sequência será conhecida a razão ICMS/PIB, o que conclui a exposição das métricas.

Aqui cabe registrar uma questão que me acompanhou no decorrer do desenvolvimento deste capítulo: “Além do que já foi feito (as métricas que serão apresentadas), não seria interessante ter outras métricas que permitissem entender a estrutura econômico-financeira fluminense de forma mais apurada?” A resposta é um categórico “sim”. Seria bom ter outras métricas, mas elas fugiriam ao escopo da pesquisa. A ideia é entender a representatividade dos recursos de royalties e participações especiais para o Estado do Rio de Janeiro e desta forma, ter mais um argumento para a operação do seu Fundo Soberano de Riqueza, que uma vez estruturado como um fundo de classe mundial, terá todas as condições de cumprir o seu papel, que está alinhado às necessidades do estado. Para que a classe mundial seja alcançada, é imprescindível que o FSERJ seja constantemente monitorado e avaliado, o que será feito com o auxílio do MAFS (Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos), que será apresentado no capítulo 4.

A série histórica analisada aborda o período compreendido entre os anos de 2000 e 2020. Quando isso não se verificar, por indisponibilidade de alguns dados de 2020, as devidas observações serão feitas.

Alguns dados estavam disponíveis tanto em preços de mercado quanto em valores correntes. Outros apenas em preços de mercado. Outros ainda apenas em valores correntes. Não é demais ressaltar que foi feita a opção por usar todos os dados em valores correntes para facilitar seu manuseio e o entendimento dos mesmos por parte do leitor. É importante ter em mente que o importante neste capítulo não é analisar a ordem de grandeza dos valores. O que interessa é entender a representatividade que uma rubrica ocupa no volume total de receitas.

Ainda sobre os dados, há várias fontes confiáveis disponíveis na internet. Algumas dessas fontes disponibilizam determinados dados de um estado apenas, mas não dos outros. Como é necessário ter dados de três estados distintos (ERJ, EES e ESP) não seria razoável acessá-los através de órgãos estaduais, por isso foi feita a opção por acessar os dados consolidados por meio de um órgão nacional de elevada reputação e competência técnica que é o IPEA. Os dados foram baixados a partir do Ipeadata. No que tange aos royalties e participações especiais, também havia o desafio de consolidar os dados dos três estados manualmente, referentes aos últimos vinte anos. Essa tarefa seria possível, mas o grau de confiança não alcançaria 100%. Dito isso, foi feita a opção por usar os dados do Info Royalties, que é um banco de dados desenvolvido e alimentado pelo Mestrado em Planejamento Regional e Gestão de Cidades da UCAM-Campos.

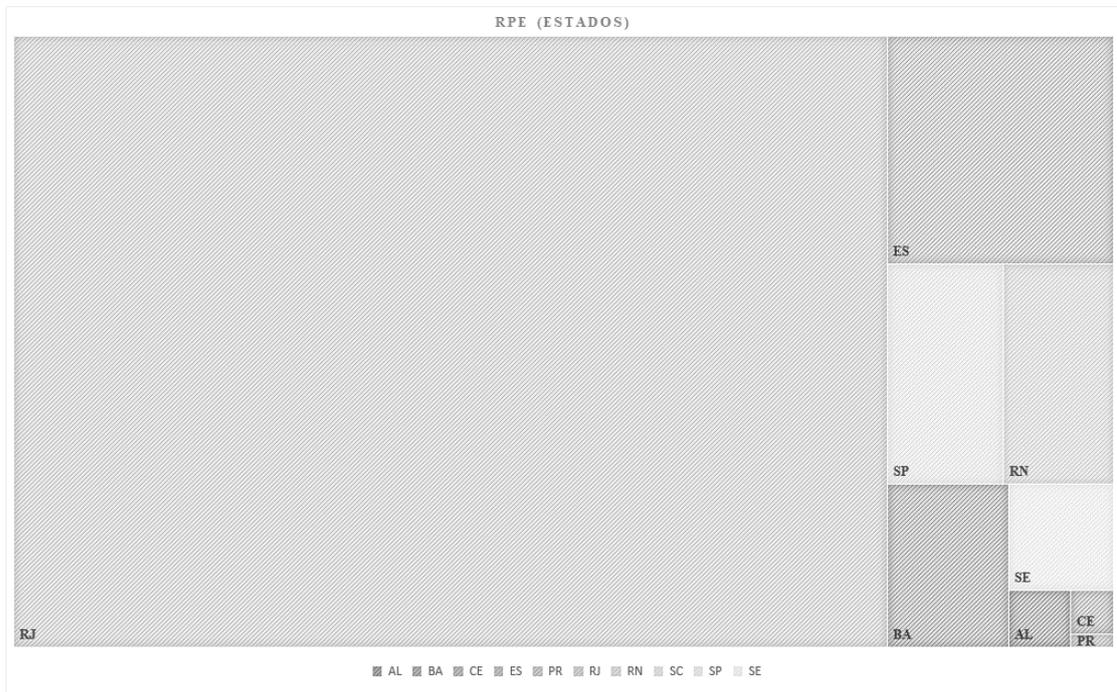
Antes de apresentar os dados analisados é relevante explicar o que é vulnerabilidade, quando tratamos do tema finanças estaduais. A vulnerabilidade não se dá em função da grande representatividade das receitas de royalties e participações especiais nas finanças do Estado do Rio de Janeiro, como será detalhado nas próximas seções. As receitas do petróleo estão sujeitas

a instabilidade geopolítica internacional, variação cambial, e a cotação do barril de petróleo, que é formada no mercado internacional. Esses fatores isolados, ou seu somatório, fazem com que o volume e a constância das receitas sigam um padrão errático, ou seja, instável, o que causa a vulnerabilidade. Olhando por outro lado, o volume de ICMS arrecadado pelo Estado do Rio de Janeiro é mais de quatro vezes superior ao volume de royalties e participações especiais (em média) e ainda assim não é possível afirmar que as finanças fluminenses tenham vulnerabilidade em relação àquelas receitas em função do ICMS não ser diretamente impactado por nenhuma das variáveis que afetam as receitas de royalties, o que torna esse tipo de receita mais previsível.

## **2.1 Royalties e Participações Especiais (RPE) nos Estados Produtores**

Uma forma introdutória e eficaz de mostrar a representatividade dos RPE na economia fluminense pode partir de uma simples comparação entre os valores recebidos por cada um dos dez estados produtores de petróleo, que são, em ordem alfabética: Alagoas, Bahia, Ceará, Espírito Santo, Paraná, Rio de Janeiro, Rio Grande do Norte, Santa Catarina, São Paulo e Sergipe. A análise dos dados, ainda que não seja feita mediante comparação entre o volume de royalties recebidos pelo estado e algum parâmetro (ICMS, renda, PIB), permite entender, por seu didatismo, a ordem de grandeza de forma intuitiva, conforme dados apresentados no gráfico 01. É importante observar que a representatividade dos royalties e participações especiais recebidos pelo estado de Santa Catarina é tão pequena, cerca de 0,0004% do total, que não pode ser retratada no mapa de árvore abaixo.

**Gráfico 1- Royalties por estado (Média 1999 – 2020)**



Fonte: Info Royalties (2022). Elaboração própria.

O entendimento mais adequado do Mapa de árvore mostrado no gráfico 01 pode ser alcançado através de sua interpretação em conjunto com os dados da tabela 01.

**Tabela 1 - Royalties por estado (Média 1999 – 2020)**

<b>Estado</b>	<b>RPE %</b>
AL	0,5%
BA	2,9%
CE	0,3%
ES	7,7%
PR	0,1%
RJ	79,4%
RN	3,6%
SC	0,0%
SP	3,8%
SE	1,7%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Info Royalties (2022). Elaboração própria.

Analisando o período compreendido entre os anos de 2000 e 2020 é possível ver, conforme tabela 02, que o estado do Rio de Janeiro recebeu mais de 77% (última coluna) do montante dos repasses de royalties e participações especiais. Os estados do Espírito Santo e São Paulo receberam 10% e 6,1%, respectivamente. Os demais estados foram introduzidos para que haja uma ideia da grandeza dos recursos a eles destinados, mas não serão analisados no presente estudo.

**Tabela 2 - Royalties por estado: 2000 - 2020**

Royalties e Participações Especiais (por estado): 2000-2020						
Estado	Royalties	Represent. %	Part. Especiais	Represent. %	Royalties + PE	Represent. %
Rio de Janeiro	45.238.835.193	68,0%	82.894.893.058	84,3%	128.133.728.251	77,7%
Espírito Santo	7.693.836.950	11,6%	8.872.933.205	9,0%	16.566.770.155	10,0%
São Paulo	3.947.599.569	5,9%	6.147.846.462	6,2%	10.095.446.031	6,1%
Rio Grande do Norte	3.531.492.676	5,3%	203.451.022	0,2%	3.734.943.698	2,3%
Bahia	3.306.660.214	5,0%	77.418.416	0,1%	3.384.078.630	2,1%
Sergipe	1.853.217.582	2,8%	171.707.526	0,2%	2.024.925.108	1,2%
Alagoas	573.650.019	0,9%	2.742.961	0,0%	576.392.980	0,3%
Ceará	266.802.750	0,4%	-	0,0%	266.802.750	0,2%
Paraná	87.170.411	0,1%	-	0,0%	87.170.411	0,1%
Santa Catarina	110.846	0,0%	-	0,0%	110.846	0,0%
<b>Total</b>	<b>66.499.376.207</b>	<b>100,0%</b>	<b>98.370.992.651</b>	<b>100%</b>	<b>164.870.368.858</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Info Royalties (2022). Elaboração própria.

As análises realizadas mostram que a concentração dos repasses para a tríade dos royalties não são um efeito pontual, ou seja, o volume de recursos, conforme já mostrado no gráfico 01, não é fruto do somatório de recursos em que alguns anos mostraram volumes consideráveis intercalados por anos em que o volume não foi tão bom. Considerando o caso específico do Rio de Janeiro, essa conclusão pode ser feita tanto pela observação da proporção retratada no gráfico 01 quanto pelos dados da tabela 03, que considera apenas os dados de 2020. Cabe observar que os dados de outros anos foram analisados de forma isolada, tendo sido observados resultados de semelhante magnitude.

**Tabela 3 - Royalties e Participações Especiais por estado: 2020**

Estado	Royalties e Participações Especiais (por estado): 2020			Represent. %
	Royalties	Part. Especiais	Royalties + PE	
Rio de Janeiro	4.268.414.355	6.253.380.706	10.521.795.061	79,1%
São Paulo	518.220.863	776.554.255	1.294.775.118	9,7%
Espirito Santo	472.686.654	703.987.024	1.176.673.678	8,8%
Bahia	127.535.604	153.370	127.688.973	1,0%
Rio Grande do Norte	116.753.714	-	116.753.714	0,9%
Sergipe	44.067.554	-	44.067.554	0,3%
Alagoas	17.687.150	-	17.687.150	0,1%
Ceará	5.205.268	-	5.205.268	0,0%
Paraná	5.067.707	-	5.067.707	0,0%
<b>Total</b>	<b>5.575.638.869</b>	<b>7.734.075.355</b>	<b>13.309.714.224</b>	<b>100%</b>

Fonte: Info Royalties (2022). Elaboração própria.

## 2.2 Análise da Relação entre RPE e Receitas Estaduais e entre RPE e ICMS

O entendimento da relevância dos royalties e participações especiais no volume de receitas estaduais é importante para que seja formado um cenário geral que permita avaliar a magnitude da vulnerabilidade em relação aos recursos do petróleo. Os royalties têm uma grande relevância porque o petróleo é o único produto que não gera receitas de ICMS na etapa de produção. Dito isso, não há justificativas para que o Rio de Janeiro não receba compensações financeiras.

A relação entre os royalties e participações especiais e o volume de receitas do governo do ERJ, tendo o ano de 1999 como ponto de partida (os dados referentes àquele ano foram propositalmente ocultados da tabela 04 para facilitar a comparação de todas as tabelas pelo leitor) mostra um crescimento de 9,63 pontos percentuais, saindo de 1,77% (1999) para 11,4% do total de receitas (2020). Essa variação se dá muito mais pelo lado do crescimento dos RPE, que tiveram um incremento de 357%, do que pelo movimento das receitas (incremento de 110%).

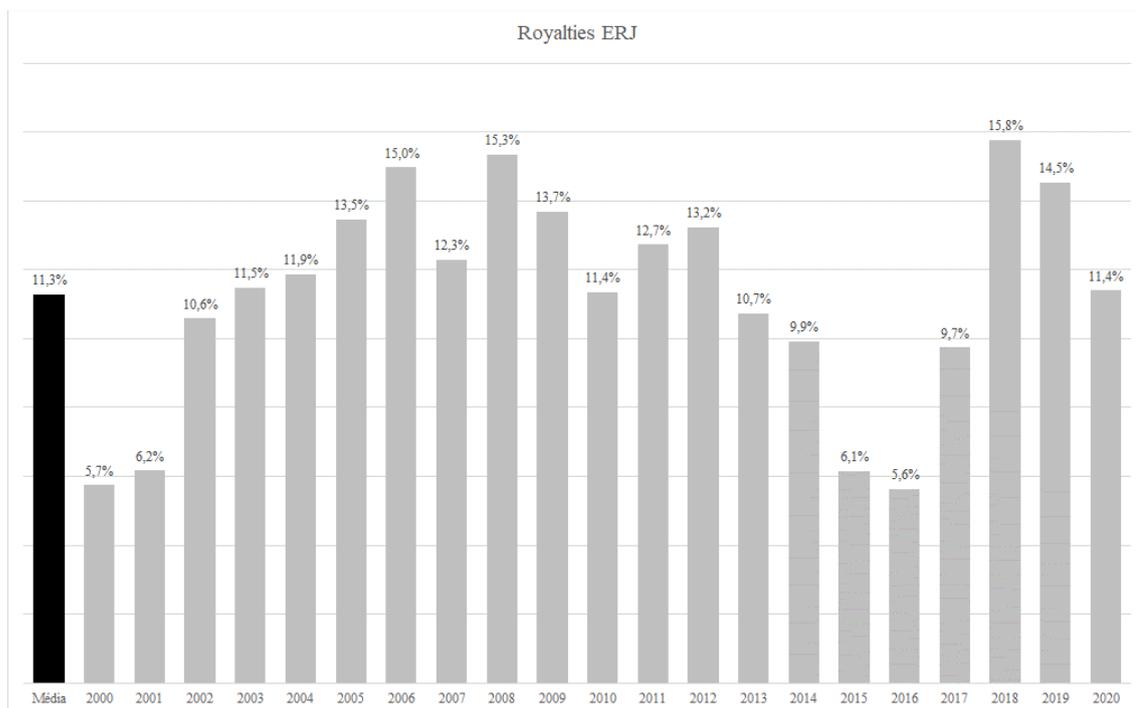
**Tabela 4 - Relação RPE/Receitas e RPE/ICMS: 2000-2020**

	RPE/Receitas			RPE/ICMS		
	ERJ	EES	ESP	ERJ	EES	ESP
2000	5,74%	0,41%	0,00%	11,22%	0,70%	0,01%
2001	6,16%	0,66%	0,00%	11,87%	1,01%	0,01%
2002	10,58%	0,93%	0,00%	19,79%	1,46%	0,01%
2003	11,47%	1,40%	0,01%	23,25%	2,37%	0,01%
2004	11,87%	1,09%	0,01%	23,01%	1,77%	0,01%
2005	13,46%	0,95%	0,01%	27,83%	1,54%	0,01%
2006	14,97%	1,41%	0,01%	31,77%	2,25%	0,01%
2007	12,28%	1,84%	0,00%	25,99%	2,96%	0,01%
2008	15,33%	3,96%	0,00%	33,60%	6,34%	0,01%
2009	13,69%	3,08%	0,00%	28,00%	5,21%	0,00%
2010	11,35%	4,57%	0,01%	23,67%	7,62%	0,02%
2011	12,73%	8,91%	0,04%	26,77%	14,89%	0,06%
2012	13,24%	11,69%	0,05%	28,82%	17,68%	0,08%
2013	10,74%	8,92%	0,11%	24,58%	18,38%	0,19%
2014	9,93%	7,94%	0,29%	23,75%	17,67%	0,52%
2015	6,15%	6,36%	0,42%	13,89%	13,69%	0,75%
2016	5,63%	5,27%	0,33%	10,91%	11,72%	0,60%
2017	9,74%	6,85%	0,65%	20,78%	14,91%	1,19%
2018	15,76%	9,29%	1,03%	32,64%	19,80%	1,80%
2019	14,52%	8,76%	0,95%	32,22%	17,02%	1,44%
2020	11,40%	5,29%	0,56%	24,14%	9,86%	0,87%
<b>Média</b>	<b>11,27%</b>	<b>4,74%</b>	<b>0,21%</b>	<b>23,74%</b>	<b>8,99%</b>	<b>0,36%</b>
<b>DP</b>	<b>3,15%</b>	<b>3,53%</b>	<b>0,33%</b>	<b>6,97%</b>	<b>6,95%</b>	<b>0,55%</b>

Fonte: Info Royalties (2022) e Ipeadata (2022). Elaboração própria.

Como é possível observar no gráfico 02, a trajetória dos RPE no estado do Rio de Janeiro cresceu de forma vigorosa até o ano de 2008 (exceto 2007), e depois apresentou um claro movimento de queda, até chegar em 2016 com 5,6%. Este ano pode ser visto como o ponto de inflexão. Desde então os percentuais ficaram acima da média calculada para o período, que é de 11,3%. Cabe observar que 2016 foi o ano anterior à assinatura do Regime de Recuperação Fiscal. Para Sobral (2021): o Rio de Janeiro tem uma grande dependência das receitas provenientes de royalties do petróleo. O estado e seus municípios são líderes no cenário nacional no que se refere ao recebimento de royalties e participações especiais.

**Gráfico 2 - Royalties ERJ (%): 2000 – 2020**



Fonte: Info Royalties (2022). Elaboração própria.

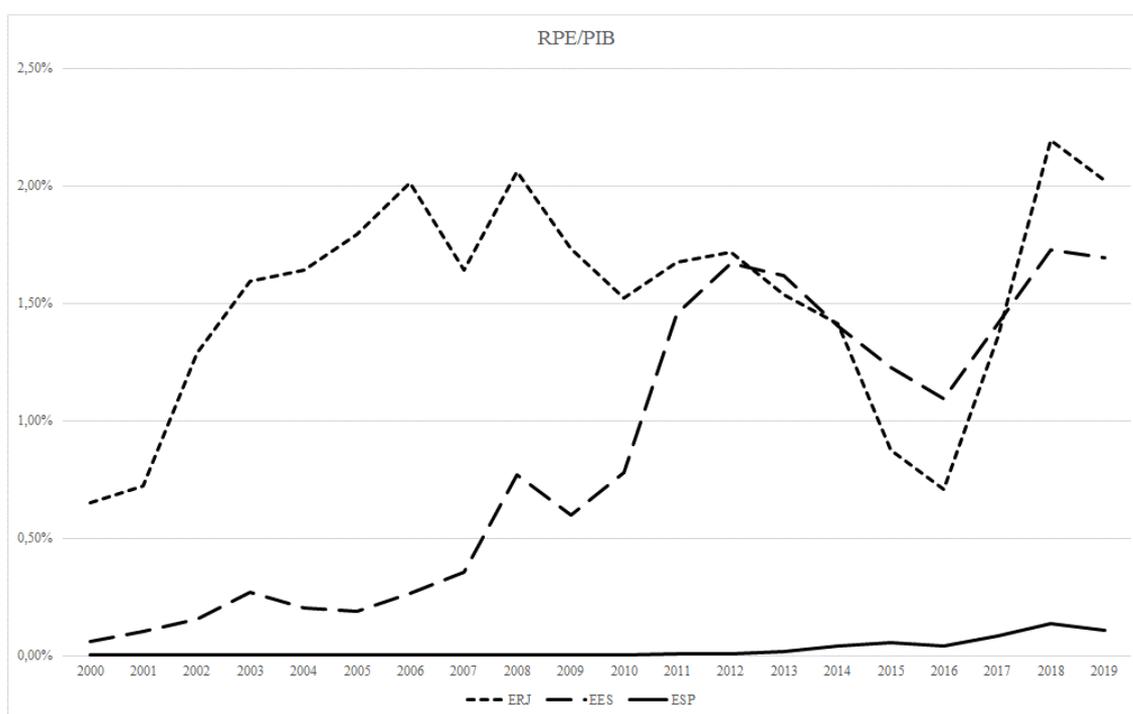
Ao comparar a média da relação “Royalties/Receitas” verificada no Estado do Rio de Janeiro com os outros dois estados da tríade, vemos que as finanças fluminenses são mais vulneráveis (tabela 4). Enquanto o ERJ tem uma média de 11,27%, o EES apresenta 4,74% e o ESP 0,21%. Se por um lado o Rio de Janeiro apresenta um percentual superior ao do Espírito Santo, por outro lado esse estado mostra um desvio padrão levemente superior: 3,15% (ERJ) x 3,53% (EES), o que indica previsibilidade levemente superior para as receitas do Rio de Janeiro, o que não chega a ser um grande trunfo em termos de planejamento orçamentário, se considerarmos a vulnerabilidade das receitas em função dessa rubrica estar relacionada a cotação do barril de petróleo e às variações cambiais.

Outro ponto que cabe analisar de forma mais atenta é a relação entre o volume de RPE e o ICMS, que está retratada nas 5ª, 6ª e 7ª colunas da tabela 04. Quanto menor essa relação, menos dependência o estado guarda em relação à extração de petróleo, ou sob outra ótica, maior é a atividade econômica ex-petróleo. O Estado do Rio de Janeiro apresenta uma relação média bem elevada, de 23,74%, com um considerável desvio padrão. A relação mínima foi observada em 2016 com média de 10,91% e relação máxima de 33,60% em 2008. Comparando a média do ERJ com os outros estados analisados, vemos que o EES apresenta uma média de 8,99% e o ESP 0,36%. Ainda que as estruturas industriais sejam totalmente distintas é necessário refletir sobre os dados, o que será apresentado ao final do capítulo.

### 2.3 Relação entre RPE e PIB

A relevância crescente da importância dos royalties e participações especiais para a economia do Estado do Rio de Janeiro também pode ser constatada por sua participação no PIB estadual. No período analisado a razão RPE/PIB cresceu de 0,65% em 2000 para 2,19% em 2018, conforme exposto no gráfico 03.

**Gráfico 3 - RPE/PIB: ERJ x EES x ESP (2000 – 2019)**



Fonte: Info Royalties (2022) e Ipeadata (2022). Elaboração própria.

O caráter errático da curva que retrata a razão RPE/PIB do Estado do Rio de Janeiro é explicado pela inconstância dos royalties e participações especiais, uma vez que os números do PIB mostram uma trajetória ascendente e constante, com exceção dos anos de 2015 e 2016.

Observando os dados da tabela 5 é possível concluir que a razão RPE/PIB dos estados do Espírito Santo e São Paulo são substancialmente menores que as verificadas no Estado do Rio de Janeiro. Enquanto o ERJ tem uma razão média de 1,51% e o EES 0,85%, o Estado de São Paulo mostra uma razão de 0,02%, o que é cerca de 75 vezes menor que a verificada no ERJ.

**Tabela 5 - Razão RPE/PIB: Estado do Rio de Janeiro x Estado do Espírito Santo x Estado de São Paulo (2000-2019)**

	<b>RPE/PIB</b>		
	<b>ERJ</b>	<b>EES</b>	<b>ESP</b>
2000	0,65%	0,06%	0,00%
2001	0,72%	0,10%	0,00%
2002	1,29%	0,16%	0,00%
2003	1,59%	0,27%	0,00%
2004	1,64%	0,20%	0,00%
2005	1,80%	0,19%	0,00%
2006	2,01%	0,26%	0,00%
2007	1,64%	0,36%	0,00%
2008	2,06%	0,77%	0,00%
2009	1,73%	0,60%	0,00%
2010	1,52%	0,78%	0,00%
2011	1,68%	1,45%	0,00%
2012	1,72%	1,67%	0,01%
2013	1,54%	1,62%	0,01%
2014	1,41%	1,40%	0,04%
2015	0,87%	1,23%	0,06%
2016	0,71%	1,09%	0,04%
2017	1,36%	1,41%	0,08%
2018	2,19%	1,73%	0,14%
2019	2,02%	1,69%	0,11%
2020	nd	nd	nd
<b>Média</b>	<b>1,51%</b>	<b>0,85%</b>	<b>0,02%</b>
<b>DP</b>	<b>0,46%</b>	<b>0,63%</b>	<b>0,04%</b>

Fonte: Info Royalties e Ipeadata. Elaboração própria.

## 2.4 Relação entre ICMS e Receitas Estaduais

Nos três itens anteriores foi avaliada a importância dos royalties e participações especiais nas contas do Estado do Rio de Janeiro para confirmar a vulnerabilidade em relação àquelas receitas. O passo seguinte é analisar uma rubrica de grande importância para as contas estaduais, o ICMS, que, uma vez relacionado com o volume de receitas estaduais ao longo do tempo mostrará algumas características importantes que permitirão chegar a uma conclusão mais precisa sobre a vulnerabilidade das contas do ERJ. Conforme dados da tabela 06, uma média de 47,85% de todas as receitas do Rio de Janeiro são geradas através do ICMS, cuja constância é maior, quando comparada às receitas de royalties e participações especiais, o que permite maior previsibilidade para as contas estaduais. Esse percentual é inferior aos percentuais médios observados no Estado do Espírito Santo, que é de 56,47% e em São Paulo, cuja razão é de 62,29%.

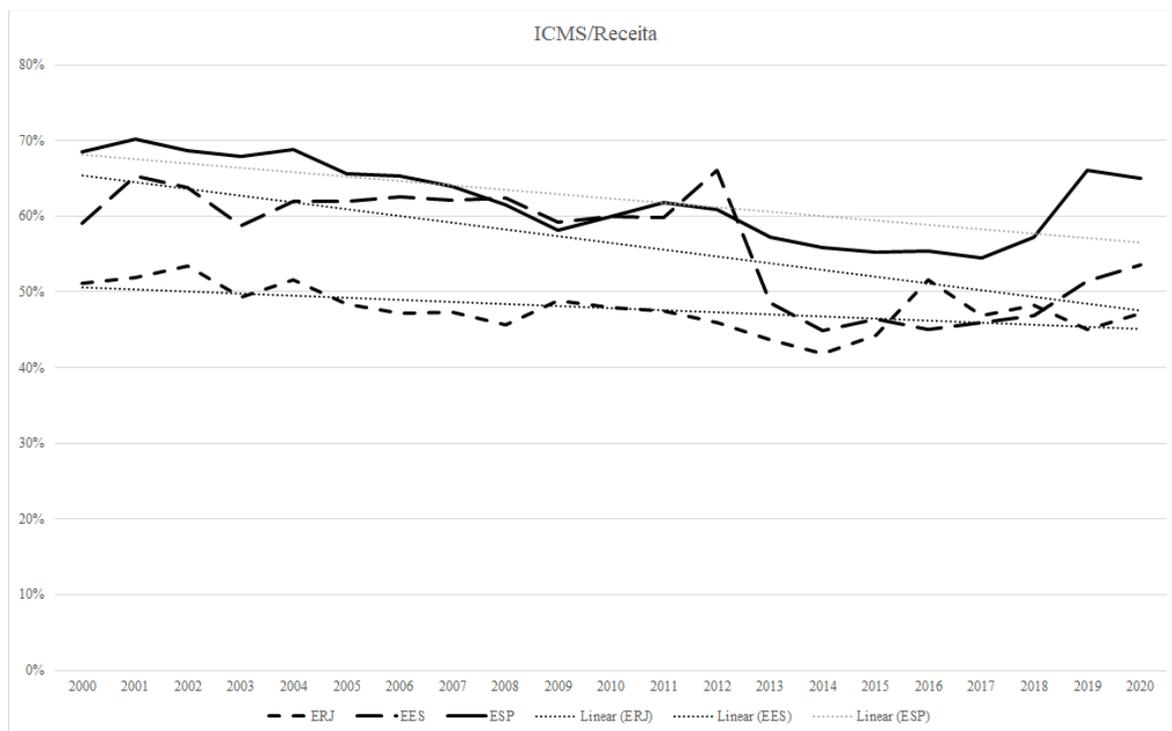
**Tabela 6 - Razão ICMS/Receitas ERJ x EES x ESP (2000-2020)**

	ICMS/Receitas		
	ERJ	EES	ESP
2000	51,14%	59,05%	68,50%
2001	51,93%	65,30%	70,26%
2002	53,49%	63,71%	68,73%
2003	49,34%	58,78%	67,96%
2004	51,57%	61,94%	68,76%
2005	48,38%	61,90%	65,68%
2006	47,13%	62,53%	65,32%
2007	47,25%	62,12%	63,95%
2008	45,63%	62,49%	61,52%
2009	48,88%	59,17%	58,22%
2010	47,95%	59,96%	59,93%
2011	47,54%	59,83%	61,79%
2012	45,93%	66,12%	60,91%
2013	43,71%	48,55%	57,25%
2014	41,79%	44,93%	55,92%
2015	44,24%	46,48%	55,26%
2016	51,55%	45,00%	55,40%
2017	46,87%	45,95%	54,45%
2018	48,27%	46,91%	57,23%
2019	45,07%	51,48%	66,08%
2020	47,21%	53,64%	65,07%
<b>Média</b>	<b>47,85%</b>	<b>56,47%</b>	<b>62,29%</b>
<b>DP</b>	<b>2,97%</b>	<b>7,39%</b>	<b>5,19%</b>

Fonte: Info Ipeadata (2022). Elaboração própria.

Um ponto importante que pode ser observado no gráfico 04, é que a curva do ERJ, ainda que seja negativamente inclinada, mostra uma constância maior que seus pares (EES e ESP). Esta observação pode ser confirmada por meio da comparação entre as linhas de tendência dos três estados (linhas pontilhadas). É importante observar que, conforme exposto na tabela 07, o volume de receitas do ERJ perdeu força no biênio 2015-2016, algo sem precedentes no estado e sem paralelo nos outros estados (considerando a amostra analisada). O simples exercício de “repetir” a receita de 2014 nos anos de 2015 e 2016 faz com que a inclinação da curva do ERJ seja consideravelmente alterada. Projetar os efeitos que a manutenção da trajetória da receita pré 2015 teria na atividade econômica seria algo interessante, mas fugiria ao escopo do presente trabalho.

**Gráfico 4 - ICMS/Receita: ERJ x EES x ESP (2000 – 2020)**



Fonte: Info Ipeadata (2022). Elaboração própria.

**Tabela 7 - Receita, ICMS e variação anual: ERJ x EES x ESP (2000-2020)**

	Receita ERJ	Var. YoY	Receita EES	Var. YoY	Receita ESP	Var. YoY	ICMS ERJ	Var. YoY	ICMS EES	Var. YoY	ICMS ESP	Var. YoY
2000	15.800.679.200	10,08%	3.373.794.702	29%	43.326.719.073	7%	8.080.749.803	12%	1.992.133.532	28%	29.677.851.143	20%
2001	17.791.979.345	13%	3.693.433.306	9%	47.204.488.739	9%	9.239.975.569	14%	2.411.699.129	21%	33.165.922.504	12%
2002	19.204.877.533	8%	3.710.820.247	0%	53.038.997.551	12%	10.272.525.717	11%	2.364.263.665	-2%	36.453.326.781	10%
2003	24.392.821.769	27%	4.929.918.539	33%	57.966.316.828	9%	12.036.013.893	17%	2.897.949.011	23%	39.394.704.049	8%
2004	27.647.995.352	13%	5.925.393.069	20%	65.772.915.432	13%	14.259.395.542	18%	3.670.194.688	27%	45.223.078.746	15%
2005	30.274.363.260	9%	7.327.286.923	24%	76.110.010.976	16%	14.648.234.599	3%	4.535.688.795	24%	49.988.621.639	11%
2006	34.088.411.887	13%	8.040.876.262	10%	84.244.168.337	11%	16.067.513.603	10%	5.027.829.933	11%	55.025.502.122	10%
2007	36.429.691.925	7%	9.342.978.160	16%	96.236.545.490	14%	17.213.678.708	7%	5.803.839.685	15%	61.542.891.050	12%
2008	42.950.931.003	18%	11.067.450.647	18%	120.920.508.849	26%	19.599.268.559	14%	6.916.205.132	19%	74.394.502.974	21%
2009	42.169.758.972	-2%	10.821.506.757	-2%	131.428.390.234	9%	20.613.816.569	5%	6.402.641.015	-7%	76.513.317.182	3%
2010	50.814.141.084	20%	11.877.619.190	10%	149.373.064.469	14%	24.366.686.049	18%	7.122.150.264	11%	89.517.090.802	17%
2011	57.454.090.609	13%	14.055.834.467	18%	159.225.823.532	7%	27.314.528.824	12%	8.409.372.122	18%	98.390.265.143	10%
2012	63.590.465.454	11%	13.704.041.565	-3%	172.866.153.793	9%	29.206.467.363	7%	9.060.724.562	8%	105.288.966.585	7%
2013	76.603.460.698	20%	17.724.876.678	29%	196.875.515.667	14%	33.483.292.025	15%	8.605.920.354	-5%	112.702.386.732	7%
2014	82.560.177.564	8%	19.375.847.708	9%	209.486.514.331	6%	34.498.480.918	3%	8.706.066.835	1%	117.143.202.768	4%
2015	79.123.064.692	-4%	19.386.191.370	0%	218.966.501.139	5%	35.006.981.179	1%	9.009.854.100	3%	121.002.867.970	3%
2016	68.277.944.279	-14%	19.121.088.448	-1%	218.622.576.688	0%	35.194.455.016	1%	8.605.403.592	-4%	121.118.850.317	0%
2017	78.488.140.789	15%	19.685.616.744	3%	232.822.496.567	6%	36.788.330.445	5%	9.045.423.298	5%	126.783.019.234	5%
2018	87.815.166.476	12%	21.606.462.910	10%	242.941.822.168	4%	42.388.335.652	15%	10.135.820.290	12%	139.024.552.063	10%
2019	92.121.582.545	5%	22.171.916.860	3%	225.590.276.412	-7%	41.522.443.692	-2%	11.414.250.870	13%	149.065.122.716	7%
2020	92.331.302.698	0%	22.241.422.936	0%	229.490.778.967	2%	43.586.502.082	5%	11.930.692.538	5%	149.339.299.258	0%

Nota: YoY = year over year (ano a ano)

Fonte: Info Royalties (2022) e Ipeadata (2022). Elaboração própria.

## 2.5 Relação entre ICMS e PIB

Uma maneira importante para avaliar as finanças dos estados de uma forma geral, e do estado do Rio de Janeiro de forma específica é através do cálculo da razão entre o ICMS e o PIB. Essa métrica é relevante porque o ICMS é gerado na saída do estabelecimento, seja ele comércio ou indústria, o que permite inferir a relevância das outras atividades, excluindo a cadeia de óleo e gás, uma vez que não cabe a cobrança desse tributo sobre a extração e circulação de petróleo desde os poços até a empresa concessionária.

Em vinte anos, iniciados em 2000, a razão ICMS/PIB do Estado do Rio de Janeiro saltou de 5,78% para 6,28%, o que resultou em uma média anual de 6,35% com um baixo desvio padrão de 0,32%. Comparativamente, a média do Espírito Santo foi de 10,21% e São Paulo teve 7,84%, conforme pode-se constatar através da observação da tabela 08.

**Tabela 8 - ICMS/PIB ERJ x EES x ESP (2000-2020)**

	ICMS/PIB		
	ERJ	EES	ESP
2000	5,78%	8,57%	7,00%
2001	6,07%	9,91%	7,16%
2002	6,50%	10,60%	8,46%
2003	6,86%	11,32%	7,99%
2004	7,14%	11,60%	8,38%
2005	6,45%	12,21%	8,07%
2006	6,34%	11,73%	8,01%
2007	6,31%	12,03%	7,87%
2008	6,13%	12,12%	8,71%
2009	6,19%	11,45%	8,15%
2010	6,42%	10,20%	8,35%
2011	6,26%	9,76%	8,30%
2012	5,97%	9,44%	8,18%
2013	6,26%	8,81%	7,94%
2014	5,95%	7,93%	7,54%
2015	6,29%	8,97%	7,44%
2016	6,49%	9,33%	7,02%
2017	6,53%	9,47%	7,10%
2018	6,72%	8,72%	7,50%
2019	6,28%	9,94%	7,55%
2020	nd	nd	nd
<b>Média</b>	<b>6,35%</b>	<b>10,21%</b>	<b>7,84%</b>
<b>DP</b>	<b>0,32%</b>	<b>1,34%</b>	<b>0,52%</b>

Fonte: Ipeadata (2022). Elaboração própria.

Um ponto relevante que pode ser observado a partir do gráfico 05 é que a razão ICMS/PIB do Estado do Rio de Janeiro aumentou apenas meio ponto percentual em vinte anos. No início da série (2000) a razão era de 5,78% e chegou em 2019 em 6,28%. Números de grandeza semelhante são observados em São Paulo, que aumentou de 7% para 7,55%. O Espírito Santo se destacou ao adicionar 1,37 pontos percentuais, saindo de 8,57% para 9,94% duas décadas depois.

**Gráfico 5 - ICMS/PIB: ERJ x EES x ESP (2000 – 2019)**



Fonte: Ipeadata (2022). Elaboração própria.

## 2.6 Considerações finais

O argumento inicial que sustentou a inserção deste capítulo no presente trabalho era de que as variáveis métricas utilizadas deveriam permitir uma visão mais apurada, objetiva e principalmente não burocrática da realidade das finanças do Estado do Rio de Janeiro no que tange a representatividade dos royalties e participações especiais. Dessa forma a pesquisa realizada poderia ser facilmente replicada e constantemente atualizada por todos aqueles que tivessem algum interesse sobre a economia fluminense. Acredito que o objetivo tenha sido alcançado a contento.

Interpretados de forma isolada ou agregada, as métricas utilizadas mostram um resultado que confirma a hipótese levantada, ou seja, o Estado do Rio de Janeiro tem forte vulnerabilidade aos recursos do petróleo, seja na comparação com os outros dois maiores produtores da commodity no Brasil, Espírito Santo e São Paulo, seja na comparação dos dados mais recentes do ERJ com os dados dos primeiros anos da década de 2000. Na verdade, os dados mais recentes mostram que a situação geral se deteriorou.

A tabela 09 permite visualizar um resumo dos resultados alcançados em cada um dos tópicos apresentados no desenvolvimento do trabalho, comparando a média da série histórica (2000 – 2020) com a média do triênio mais recente (2018 – 2020). A suposição é que dados de duas décadas atrás poderiam ocultar eventuais inconsistências e impedir um diagnóstico mais preciso, o que é descartado quando os dados dos três últimos anos são analisados. Alguns resultados surpreenderam. O primeiro bloco mostra os dados do Estado do Rio de Janeiro, que apresenta a razão RPE/Receita com média de 11,27% para o período completo, ou seja, de 2000 à 2020. Quando calculamos o resultado do último triênio (média de 2018, 2019 e 2020) o percentual sobe para 13,89%. Os dados em cinza claro indicam que a métrica apresenta um resultado pior no trimestre quando comparada com o período cheio. A relação ICMS/PIB do ERJ foi a única métrica que apresentou resultados melhores no triênio quando comparada com o período cheio, subindo de 6,35% para 6,51% (dados em cinza escuro).

Seguindo a mesma lógica, é possível observar que os dados do EES e ESP (demonstrados no segundo e terceiro blocos, respectivamente) retratam uma piora no quadro geral daqueles estados, com todas as métricas apresentando deterioração no triênio mais recente quando comparadas ao período cheio.

**Tabela 9 - Métricas: média geral x média triênio**

		RPE/Receita	RPE/ICMS	RPE/PIB	ICMS/Receita	ICMS/PIB
Rio de Janeiro	Média período	11,27%	23,74%	1,51%*	47,85%	6,35%*
	Média último TRI	13,89%	29,67%	1,86%**	46,85%	6,51%**
Espírito Santo	Média período	4,74%	8,99%	0,85%*	56,47%	10,21%*
	Média último TRI	7,78%	15,56%	1,61%**	50,86%	9,38%**
São Paulo	Média período	0,21%	0,36%	0,02%*	65,07%	7,84%*
	Média último TRI	0,85%	1,37%	0,11%**	62,79%	7,38%**

\* 2000-2019 \*\* 2017-2019

Fonte: Info Royalties (2022) e Ipeadata (2022). Elaboração própria.

Por mais óbvio que seja, é importante registrar que a reversão da vulnerabilidade do Estado do Rio de Janeiro aos recursos do petróleo não deve ocorrer pela diminuição dos valores absolutos dos royalties e participações especiais. É necessário aumentar as receitas por meio da diversificação de origens, o que pode ser vislumbrado através de um planejamento estratégico de longo prazo que utilize o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro como instrumento auxiliar. É preciso que as ações constantes do planejamento sejam perfeitamente factíveis, evitando o alvoroço comum nos anúncios de planos muitas das vezes descabidos que são sustentados por iniciativas de cunho meramente eleitoreiro. A história do Rio de Janeiro mostra que esse não é o caminho mais adequado.

A vulnerabilidade das finanças do Estado do Rio de Janeiro aos recursos do petróleo causa instabilidade nas receitas, o que pode ser verificado ao analisarmos o cenário que levou o ERJ a aderir ao Regime de Recuperação Fiscal em setembro de 2017. Para Faria (2021) “a partir de 2015 a economia (do Estado do Rio de Janeiro) iniciou um processo de desaceleração. A vulnerabilidade em relação às receitas de royalties e participações especiais ficou latente.”

Finalizando, exponho abaixo algumas razões que reforçam a necessidade do Estado do Rio de Janeiro diminuir a vulnerabilidade de suas finanças aos recursos do petróleo:

- Parece haver consenso sobre a necessidade de a sociedade repensar a utilização de combustíveis fósseis, que impactam fortemente o meio ambiente. Mais cedo ou mais tarde a pressão de grupos econômicos em relação a utilização desses combustíveis ganhará papel preponderante na decisão de investimentos no Brasil e no Rio de Janeiro, ainda que de forma incipiente. Esse ponto ficará mais claro quando a estrutura do MAFS for abordada no capítulo 4;
- O grande problema da volatilidade associada às receitas do petróleo é que estas receitas financiam parte da previdência estadual, por isso qualquer redução nessas receitas impacta diretamente a capacidade de pagamento do Tesouro Estadual;
- O recebimento dos royalties depende do volume produzido. Ainda que a cotação do petróleo e o câmbio estejam em patamares favoráveis, se o volume produzido diminuir, os recursos arrecadados também diminuirão;
- O incremento do fluxo de recursos do petróleo para os cofres do Estado do Rio de Janeiro provoca uma distorção tendo em vista que o incremento da arrecadação deveria ocorrer, preferencialmente, através do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS);

- Em momentos de forte instabilidade fiscal, os formuladores de políticas podem sugerir soluções desfavoráveis para a economia fluminense no longo prazo, com o intuito de equacionar os desafios do curto prazo;
- A dependência das receitas do petróleo é uma fonte de vulnerabilidade tendo em vista que tais recursos podem ser estancados por meio de decisões desprovidas de caráter técnico e permeadas de arbitrariedade;
- Parte da vulnerabilidade das receitas do petróleo tem correlação positiva com a cotação internacional do barril, ou seja, quando as cotações estão elevadas, as receitas aumentam. O problema é que o oposto é verdadeiro;
- Como o petróleo é cotado em dólares estadunidenses, a variação cambial se mostra como uma fonte adicional de vulnerabilidade para as finanças fluminenses;
- A instabilidade no cenário geopolítico internacional causada pelo fenômeno conhecido como “Segunda Guerra Fria” pode acentuar a vulnerabilidade da economia do Estado do Rio de Janeiro, cuja pauta de exportações é concentrada em petróleo, tendo uma representatividade média, para o período compreendido entre 2009 e 2020, de 69% (Bassin, Montibeler e Prates, 2022);
- Ainda segundo o artigo de Bassin, Montibeler e Prates (2022), as exportações de petróleo do Rio de Janeiro têm a China e os Estados Unidos como principais demandantes, que são dois dos principais protagonistas da “Segunda Guerra Fria”. Uma eventual escalada que levasse os estadunidenses a impor um embargo econômico aos coadjuvantes (China e Rússia) do rearranjo geopolítico causaria mais instabilidade para as finanças do ERJ.

Realizada a análise que visava aprimorar o conhecimento sobre a vulnerabilidade do Estado do Rio de Janeiro às receitas do petróleo, é chegado o momento de apresentar os Fundos Soberanos de Riqueza e os principais instrumentos de avaliação, no capítulo 3, que formará a base para o perfeito entendimento do conteúdo que será apresentado no capítulo 4.

## **CAPÍTULO III - Fundos Soberanos de Riqueza: gênese e instrumentos de avaliação**

Após a exposição sobre a vulnerabilidade das finanças do Estado do Rio de Janeiro às receitas de royalties e participações especiais, a sequência natural (antes de analisarmos o FSERJ e o MAFS, o que será feito no capítulo 4) é entender a gênese desses instrumentos de investimentos, seus objetivos e os grupos que os monitoram. Além desses pontos triviais, é importante considerar aspectos de economia política e apresentar as razões pelas quais os fundos soberanos são vistos com reserva e desconfiança tanto pelo mercado financeiro quanto por governantes de países centrais, o que facilitará a compreensão dos motivos pelos quais foram inseridos alguns critérios específicos no Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos. Uma vez concretizado o embasamento teórico, será apresentada uma revisão dos mais relevantes instrumentos de análise e avaliação de fundos disponíveis atualmente.

A literatura analisada na realização dessa pesquisa utiliza variados termos para se referir aos fundos soberanos de propriedade de estados, municípios, regiões ou províncias. É comum encontrar autores que usam “fundo subnacional”, “fundo sub-regional”, “fundo local” e “fundo regional” em seus textos. Este trabalho utilizará o termo “fundo regional”

### **3.1 Gênese dos Fundos Soberanos de Riqueza**

Uma condição importante para o bom entendimento do presente trabalho passa pela compreensão do que é um fundo soberano de riqueza e suas principais características. A denominação “Fundo Soberano de Riqueza” foi cunhada por Andrew Rozanov em 2005 em um artigo que mostrava sua preocupação com o crescimento exponencial desses instrumentos de investimento. “Um tipo diferente de participante do setor público começou a aparecer no radar e vamos nos referir a eles como gestores soberanos de riqueza” (Rozanov, 2005). Não era coincidência que aquele ano fizesse parte de um período marcado pela geração de crescentes superávits originados em decorrência de dois pontos distintos e de relevante importância: o preço das commodities subia de forma acentuada e os países exportadores de produtos manufaturados exportavam volumes superiores aos verificados em momentos anteriores. Muitos dos países que lucravam com a tendência observada naquele momento eram economias muito pequenas ou tinham sistemas financeiros que eram pequenos e pouco diversificados para absorver volumes incomuns de recursos. Além disso, vários líderes políticos mostravam preocupação em relação a um futuro próximo quando os superávits diminuiriam ou se esgotariam e, por isso, alocar esses recursos extras em fundos soberanos se mostrava o caminho mais adequado e seguro.

### 3.1.1 Criação dos primeiros fundos

Antes de avançar é importante observar que embora a literatura sobre fundos soberanos seja relativamente incipiente, e por isso mesmo pequena, há nomenclaturas distintas que se referem ao mesmo assunto. É possível encontrar FRS (Fundo de Riqueza Soberana), FSR (Fundo Soberano de Riqueza) e simplesmente FS (Fundo Soberano). Todos os nomes se referem ao mesmo instrumento de investimentos. Neste trabalho será dada preferência ao termo “Fundo Soberano de Riqueza” ou simplesmente FSR. É necessário ressaltar que a utilização intercambiada dos nomes não compromete a compreensão e que quando o texto estiver fazendo referência ao Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, será usada a sigla FSERJ.

A definição de FSR não encontra consenso na bibliografia pesquisada. Gelpern (2011) diz que eles são um emaranhado de contradições, mas podemos apontar definições que retratam a realidade de forma mais apurada. É ponto comum que podemos delimitá-los considerando três características segundo Cohen (2008): são entes estatais, não têm dívidas significativas e são gerenciados separadamente das reservas internacionais de cada país. Deve-se notar que os fundos soberanos regionais, não contam com reservas internacionais por serem institucionalmente ligados a entes estaduais ou municipais. Truman (2010) afirma que “usa fundo soberano como um termo descritivo para identificar separadamente conjuntos de ativos controlados ou de propriedade do governo, que incluem alguns ativos internacionais”. Para o *International Working Group of Sovereign Wealth Fund - IWG* (2008) “os fundos soberanos são fundos de investimento para fins especiais ou acordos que são propriedade do governo geral.” Neste ponto cabe uma observação que será útil para o melhor entendimento quando o texto estiver tratando especificamente do fundo soberano do Estado do Rio de Janeiro. O IWG observa que o termo “governo geral” se refere tanto aos governos centrais quanto aos governos subnacionais, representados no Brasil por estados e municípios.

O SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) define esses instrumentos de investimento como “um fundo ou entidade de investimento estatal que é normalmente estabelecido a partir de: excedentes da balança de pagamentos, operações oficiais em moeda estrangeira, produto de privatizações, pagamentos de transferências governamentais, excedentes fiscais e/ou receitas provenientes de exportações de commodities”. Para Klitzing et al (2010), “é uma entidade que administra ativos financeiros estatais que é legalmente estruturada como um fundo separado ou um gestor de fundos pertencente a um estado”.

A definição mais utilizada foi cunhada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em 2007 que os define como “fundos especiais de investimento criados ou mantidos por governos para deter bens estrangeiros para fins de longo prazo”, ainda que por um lado haja uma gama variada de fundos que não detêm um único dólar em ativos estrangeiros e por outro, haja fundos soberanos que investem parte dos seus recursos tendo o curto e médio prazo como horizonte. A Global SWF (2022) define fundos soberanos como “veículos de investimento detidos por governos nacionais ou regionais que compram, detêm e vendem títulos e/ou ativos em nome dos seus cidadãos na busca de retornos financeiros e/ou econômicos.”

Segundo Rinaldi (2010 p.5), “o problema da definição ocorre especialmente porque os FSR não são os únicos ativos externos soberanos: eles relacionam-se com uma escala de ativos estatais que começa das reservas internacionais sob o controle dos bancos centrais, passando por fundos públicos com objetivos distintos (fundos de estabilização, fundos de pensão etc.), e termina nas empresas estatais”. Nos fundos soberanos de maior porte os investimentos são feitos exclusivamente em ativos estrangeiros para fornecer exposição fora da economia doméstica e mitigar os efeitos da doença holandesa. No caso dos fundos regionais, os

investimentos são feitos basicamente em ativos nacionais e/ou em atividade produtiva dentro da região a que o fundo está subordinado, sendo observados também fundos que investem em participação em empresas nacionais. Está claro que em um Fundo Soberano Regional, como é o caso do FSERJ, alguns aspectos são ajustados de acordo com as peculiaridades envolvidas. Um fundo regional tem aspectos distintos de um fundo nacional, como veremos adiante.

Ainda no sentido das controversas definições e de suas muitas conformações possíveis, o FMI, no auge da discussão sobre o papel desses fundos (entre 2007 e 2009), identificou inicialmente cinco tipos diferentes de FSR. É importante notar que dificilmente haverá dois fundos soberanos exatamente iguais, por isso eles podem ter mais de uma das funções propostas, como é o caso do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro.

Fundos soberanos não são, necessariamente, tão novos como se supõe. O fundo francês *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC), fundado em 1816, é tido como o Fundo Soberano mais antigo do mundo, ainda que residam controvérsias que vão além do objetivo desta dissertação. Para López (2022), “a primeira forma de fundo soberano surgiu em Ohio, em 1803, quando a Constituição do Estado foi assinada, e foi criado um fundo de terrenos para financiar as escolas públicas”. Lewis (1978), analisando o sistema colonial inglês citava a existência de fundos coloniais com o intuito de estabilizar economias exportadoras de matérias primas sendo a estabilização de interesse tanto das colônias como da própria Inglaterra, que teria seus negócios assegurados.

Em momentos mais recentes, os primeiros Fundos Soberanos de Riqueza têm registro na década de 1950, quando o fundo da Arábia Saudita (1952), o do Kuwait (1953) e de Kiribati (1956) foram criados. Na década de 1960 há o registro do fundo de Botsuana (1966). Na década de 1970 novos fundos foram criados, como o *Temasek Holdings*, de Singapura (1974), o *Alaska Permanent Fund Corporation* e o *Abu Dhabi Investment Authority*, ambos em 1976. Na década de 1980 foram instituídos os fundos de Oman (1980), o segundo fundo de Singapura (1981), Brunei (1983) e Chile (1985). Nos anos 1990 há o registro do fundo da Noruega (1990), Malásia (1993), Hong Kong, Venezuela e Uganda, todos de 1998, Irã e Azerbaijão, fundados em 1999. Nos anos 2000, em função dos crescentes superávits fiscais, comerciais e ao elevado acúmulo de reservas internacionais, vários países criaram seus fundos, sempre seguindo diversos preceitos e objetivos que serão explorados mais adiante. O *boom* das commodities gerou um acúmulo de divisas que crescia de forma exponencial, o que fez com que diversos países adotassem políticas de gestão externa de recursos financeiros, tendo em vista o estoque de reservas em dólar sem precedentes.

Segundo Arienti e Vieira (2013), “diante do excesso de reservas, os bancos centrais desses países periféricos começam a se preocupar em como administrar suas reservas em moedas estrangeiras”. Mais adiante os autores afirmam que “países que são grandes detentores de reservas, ao buscarem aplicações alternativas e mais rentáveis para o excedente de suas reservas, estão criando seus Fundos de Riqueza Soberana”.

As nações exportadoras de commodities foram beneficiadas de uma forma inédita nos períodos em que as cotações internacionais de seus recursos alcançavam valores recordes, por isso, era imprescindível que a administração de seus superávits comerciais, em dólares, fosse gerida de forma apropriada. Teixeira (2017) afirma que “os árabes, em particular, foram os primeiros a buscar mecanismos de gestão, com o próprio auxílio dos países centrais e através da própria relação estabelecida anteriormente - fosse por colonialismo, proteção ou outras relações com as potências hegemônicas.” Ele ainda sustenta que nos anos 2000, com a relativa mudança das condições internacionais e o chamado “*boom* nos preços das matérias primas”, uma série de governos tomou a decisão de centrar esforços no acúmulo de reservas

internacionais em níveis recordes, como uma espécie de colchão anticrise que seria utilizado em momentos de desaquecimento econômico ou para incrementar o desenvolvimento social e econômico, por exemplo. Países exportadores de matérias primas viram seu saldo comercial dar um salto considerável, enquanto que países exportadores de manufaturas se aproveitaram da onda de crescimento econômico mundial para também auferirem superávits, tanto em conta corrente, quanto via fluxos de capitais. Era uma oportunidade de fortalecerem suas capacidades em lidar com as vulnerabilidades intrínsecas em suas economias.

A acumulação de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento era algo sem precedentes. Segundo Serrano (2015) “em 2003 os países avançados detinham aproximadamente 1,8 trilhões de dólares em suas reservas internacionais e os países em desenvolvimento como um todo detinham 1,3 trilhões”. No ano de 2012 esse quadro mudou de forma consistente. Os países avançados tinham 3,7 trilhões de dólares em reservas ao passo que os países em desenvolvimento acumulavam 7,2 trilhões de dólares.

### 3.1.2 Objetivos e classificação dos fundos soberanos de riqueza

Em função de uma extensa gama de variáveis, que vai desde aspectos culturais do país detentor até a composição dos investimentos, os fundos soberanos apresentam características únicas que visam atender seus propósitos da forma mais adequada. Um fundo criado a partir da preocupação em estabilizar o fluxo de caixa de um ente (país, estado ou município) apresenta uma natureza diferente de outro cuja razão de existir seja a promoção da diversificação do parque industrial, para ficar em dois exemplos simples. De acordo com a literatura, um Fundo Soberano pode ter seis objetivos distintos: poupança intergeracional, estabilização, financiamento, diversificação de carteira de ativos, desenvolvimento e estratégico.

**Poupança Intergeracional:** fundos com esse objetivo buscam transformar a riqueza presente (de natureza finita) em riqueza futura, apresentando um caráter claramente intergeracional e estão, normalmente, associados a países exportadores de commodities minerais, o que muitas vezes reflete a dificuldade de diversificação da estrutura produtiva. Os fundos dessa categoria sofrem menor pressão por parte dos detentores de ativos (governos) por maiores retornos e liquidez de curto prazo, o que permite focar sua estratégia em investimentos de longo prazo, por isso eles são responsáveis pelos maiores investimentos, em nível mundial, em imóveis e infraestrutura.

**Estabilização:** os fundos soberanos para estabilização também são conhecidos como “fundos para dias nebulosos” em função de serem criados como um mecanismo de emergência que auxilia no processo de esterilização do impacto inflacionário gerado pelos fluxos cambiais e a volatilidade dos preços das matérias primas e seus impactos de cunho fiscal. O caráter desse objetivo tem viés defensivo e por esta razão geralmente são fundos que detêm elevada liquidez de recursos e apresentam orientação mais conservadora.

**Financiamento:** assim como os fundos para estabilização, este também foca na estabilização intertemporal. Além de tal semelhança, ambos também seriam defensivos, uma vez que têm como objetivo preservar os superávits (fiscais, comerciais e reservas) de flutuações cíclicas e choques de preços. A diferença é que os fundos que tem propósito de financiamento, utilizam os recursos de forma esporádica, apenas em momentos de maior necessidade, quando é verificada uma queda muito grande na arrecadação do estado e há necessidade de financiamento dos déficits.

**Diversificação de carteiras de ativos:** este objetivo só pode ser entendido quando se está em uma situação em que as reservas superam amplamente os níveis tidos como necessários para cumprir com suas obrigações de liquidez. Se relaciona diretamente com o portfólio do fundo e da possibilidade de maiores retornos por conta de alguma mudança conjuntural.

**Desenvolvimento:** via de regra esse objetivo está atrelado mais a fatores domésticos do que externos, no sentido de direcionar a poupança, integral ou parcialmente, para investimentos internos de longo prazo, contribuindo para o desenvolvimento da economia doméstica. No entanto, isso não exclui que esses fundos também atuem no mercado externo pois, como dito, os fundos têm normalmente múltiplos objetivos. Esses fundos apresentam algumas características em comum com os bancos de investimento. A maior distinção entre os FSR e os bancos é que os primeiros investem quase que exclusivamente em participações societárias enquanto os bancos de investimentos tendem a conceder empréstimos apenas para empresas. Este objetivo está fortemente presente na gênese do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, que será amplamente abordado adiante.

**Estratégico:** o termo estratégico pode trazer ambiguidades. No entanto, de forma geral esse objetivo pode se dar de duas maneiras: países com vistas a adquirir posições acionárias em empresas consideradas estratégicas (nem sempre estão atrelados a retornos financeiros diretos) e; busca de projeção geopolítica via políticas de expansão, se utilizando dos fundos como instrumento. Talvez seja o objetivo mais "subjetivo" dentre todos.

Revisitando a discussão sobre os objetivos dos fundos soberanos, Feijó, Feil e Teixeira (2022), incluem duas finalidades adicionais: a função social, que está ligada a destinação de parcela dos recursos para garantir um estado de bem estar social, especialmente voltado para a saúde e educação. Outro objetivo é inovação, pesquisa e desenvolvimento, que está ligado a necessidade de garantir o influxo de renda no longo prazo e, portanto, atuar como indutor do processo de transição sustentável, tendo em vista que o petróleo é um combustível muito agressivo ao meio ambiente e que a matriz energética sofre constante pressão para que migre para alternativas mais limpas e sustentáveis.

Avançando em relação a proposição de objetivos para os fundos soberanos, é possível incluir um novo objetivo, ainda que este possa ser interpretado como um desdobramento do objetivo “desenvolvimento”. Alinhado ao propósito de analisar o FSERJ, é pertinente pensar no objetivo “desenvolvimento regional”, o que pode ser chamado de Fundo de Riqueza Regional (FRR) que apresenta características um tanto distintas do objetivo desenvolvimento. Enquanto este pode alocar investimentos no exterior, aquele não pode, ainda que os fundos tenham objetivos múltiplos, conforme já relatado.

Sob a ótica da fonte de riqueza, os fundos soberanos podem ser classificados em três grupos distintos. Os fundos baseados em commodities fazem a gestão e investem as receitas derivadas da venda de commodities geralmente com o objetivo de evitar a maldição dos recursos naturais (Paradoxo da abundância) ou a Doença Holandesa e também com propósitos de diversificar a estrutura produtiva do país. Os fundos não baseados em commodities administram as reservas internacionais, superávits fiscais, emissão de títulos, venda de terras governamentais e recursos oriundos de privatizações. Por fim, os fundos sem riqueza são aqueles que não tiveram aportes iniciais de capital significativo, mas que detém algum tipo de participação em empresas nacionais e empresas que estão em processos de privatização.

Os fundos também podem ser classificados em três tipos em função da preferência por investimentos ou restrições. Os fundos investidores no exterior não podem realizar investimentos, totais ou parciais, em empresas domésticas. Os fundos investidores domésticos

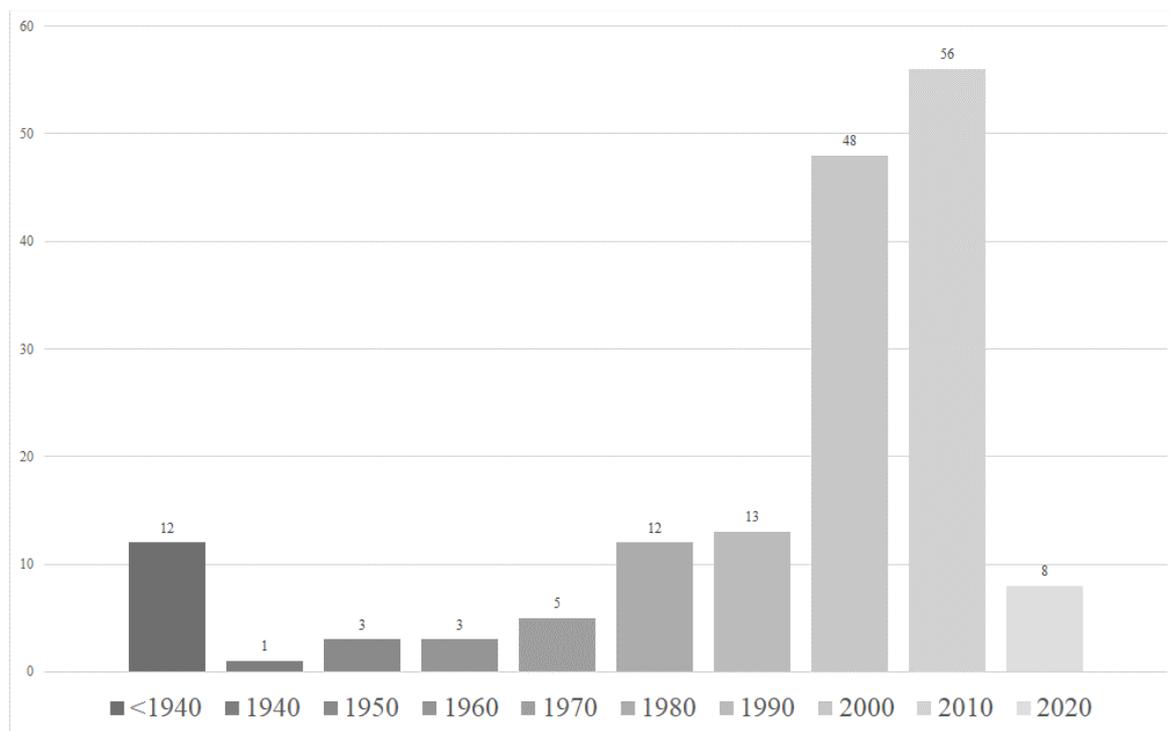
são constituídos para investir exclusivamente em ativos domésticos para ajudar no desenvolvimento da economia local e para atrair capitais externos para investir domesticamente. Os fundos que podem investir tanto no ambiente doméstico quanto em ativos localizados no exterior são conhecidos como fundos flexíveis.

É importante ressaltar que os fundos soberanos por natureza são instrumentos heterogêneos. Por definição eles são estatais, por outro lado operam e se desenvolvem no ambiente competitivo de mercado e, dessa forma não devem ser analisados por meio de uma visão dualista em que Política e Economia são mundos separados e se excluem mutuamente. Para Teixeira (2017) “entende-se que seria impossível analisá-los partindo de uma ideia simplista de constante rivalidade e oposição entre ambas, pois induziria a percepção de que a maximização de poder só poderia ocorrer dentro dessa lógica, isto é, em termos relativos: quando aumenta o poder de um, se reduz o do outro.” Esse ponto fica mais claro quando é levantado o debate sobre a desconfiança que os países centrais mostram em relação aos fundos soberanos originados em países por eles vistos como não alinhados, como será abordado na próxima seção.

Em dezembro de 2022 , segundo o Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI), o patrimônio dos 100 maiores fundos soberanos era de US\$10,297 trilhões, sendo que os dois maiores fundos (Norway Government Pension Fund Global e China Investment Corporation) detinham juntos US\$2,486 trilhões, o que representa 25% do total. Sob nenhuma ótica esses valores são desprezíveis. Para efeito de comparação, eles administram o equivalente a quase 12% do PIB global em valores de 2020, que segundo os dados do Banco Mundial somava US\$84,71 trilhões.

Dados do “Annual Report 2022” elaborado pela Global SWF atestam que em janeiro de 2022 havia 161 fundos soberanos de 90 diferentes países. O gráfico 6 mostra a quantidade de fundos constituídos por década. De acordo com registros daquela instituição, antes da década de 1940 foram constituídos doze fundos em todo o mundo. Na década de 2010, quando foi verificado um recorde, o número de fundos constituídos saltou para 56. Não por coincidência, aquela década foi marcada pelo boom das commodities.

**Gráfico 6-Fundos Soberanos criados por década (<1940 – 2020)**



Fonte: Annual Report 2022 Global SWF. Elaboração própria.

A figura 1 mostra o volume de ativos sobre gestão dos fundos soberanos, ano a ano. A série histórica disponibilizada pelo SWFI retrocede ao ano de 1854, quando cerca de dois milhões de dólares era o total de ativos. Os dados mais recentes são de dezembro de 2022, quando o total de ativos somava 7.048 trilhões de dólares. É importante observar que em 2021 o volume de ativos alcançou 9.634 trilhões de dólares. A diferença se dá, em grande parte, em função dos efeitos causados pela pandemia de Covid-19, que provocou um duplo choque na indústria de fundos soberanos. De um lado a própria pandemia e a vertiginosa queda da atividade econômica dela derivada. Por outro lado, a cotação do petróleo caiu aos níveis mínimos históricos, afetando boa parte dos fundos, que têm a commodity como sua principal fonte de riqueza. Para López (2022): “a maioria dos fundos não tinha o nível de liquidez necessária para enfrentar tais problemas e foram encontrados nadando nus”.

**Figura 1 - Ativos sob gestão dos Fundos Soberanos – valores por ano (Us\$)**



Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute (2022).

### 3.1.3 Os grupos de trabalho de Fundos Soberanos

O mercado de fundos soberanos vem apresentando crescimento substancial ao longo do tempo, em especial ao longo das duas últimas décadas, como já discutido. Conhecer o panorama geral sobre os grupos de trabalho que fornecem subsídio técnico e monitoram esses fundos permite melhor entendimento sobre a indústria desses veículos de investimento. Embora não haja nenhuma espécie de vínculo hierárquico entre os fundos soberanos e os grupos, eles funcionam como uma espécie de oráculo (ainda que muitos não assumam), ou seja, os fundos utilizam o conhecimento desses grupos para fortalecer sua imagem por entenderem que o papel de um fundo soberano não se restringe a cumprir seus objetivos e auferir resultados tangíveis para seus detentores. Seu papel vai além. Os fundos soberanos podem ser vistos como um poderoso instrumento de *soft power* utilizado pelos países detentores como uma forma de mostrar aos participantes do mercado internacional sua competência em planejar, estruturar, gerir e entregar resultados. Os grupos de maior relevância no momento da elaboração desse trabalho são: SWFI, IFSWF, One Planet SWF e Global SWF.

O SWFI (*Sovereign Wealth Fund Institute*), fundado em 2007, é uma instituição que, além de fundos soberanos, avalia outros investidores institucionais como fundos públicos de pensão, bancos múltiplos, bancos de investimento, fundações e *endowments* (fundos patrimoniais). Em 2008 a instituição criou o LMTI, índice de transparência para avaliar os fundos soberanos, que é detalhado na seção pertinente deste trabalho.

De acordo com o site da instituição, o Fórum Internacional de Fundos Soberanos, da sigla em inglês IFSWF, é uma organização voluntária de fundos soberanos globais empenhada em trabalhar em conjunto e reforçar a comunidade através do diálogo, investigação e autoavaliação. Em 2008, no auge das discussões sobre a evolução dos fundos soberanos e sobre seu papel no sistema financeiro, um grupo composto por 23 grandes investidores estatais de cunho multinacional estabeleceu o Grupo de Trabalho Internacional de Fundos Soberanos, que

foi o precursor do que viria a ser o IFSWF. Esse grupo foi formado na sequência de debates técnicos com a participação do G20, FMI e Departamento do Tesouro dos EUA e os resultados dos trabalhos deram origem ao GAPP (*Generally Accepted Principles and Practices*), ou Princípios e Práticas Geralmente Aceitas, mais conhecidos como Princípios de Santiago, que dariam suporte a governança institucional dos Fundos Soberanos. Na sequência da Declaração de Kuwait, ocorrida em 2009, o Grupo de Trabalho Internacional tornou-se o IFSWF com a missão de auxiliar os membros a implementar os Princípios estabelecidos.

Seguindo a adoção do Acordo de Paris, realizado em 2015, onde os participantes se comprometeram coletivamente a mitigar os efeitos das mudanças climáticas, o *One Planet SWF Working Group* foi fundado em 2017. Dada sua influência e horizonte de investimento, via de regra, de longo prazo, os fundos soberanos ocupam uma posição privilegiada para criar valor tendo a sustentabilidade como indutor. Em 2018 o grupo de trabalho publicou um quadro voluntário, conhecido como framework ou “quadro” que apresentava princípios para a consideração e integração das alterações climáticas na governança e nos processos de investimento dos fundos soberanos. Esse quadro será detalhado mais à frente.

A Global SWF, fundada em julho de 2018, se auto denomina uma boutique financeira que tem como objetivo suprir a falta de cobertura dos investidores estatais, ou SOIs (*State-Owned Investors*), que além dos fundos soberanos, incluem os Fundos Públicos de Pensão, buscando promover a melhor compreensão desses fundos e a conexão entre os investidores globais. Como forma de aprofundar o entendimento sobre os fundos soberanos e, a partir desse entendimento, avaliar e atribuir notas aos fundos, a Global SWF desenvolveu o GSR Scoreboard, que será detalhado na seção sobre avaliação dos fundos soberanos.

### **3.2 Porque os Fundos Soberanos de Riqueza são vistos com reserva pelo Mercado Financeiro e pelos Países Centrais**

Fundos soberanos de riqueza por vezes são alvo de críticas contundentes em função de dois pontos que estão ligados entre si. O primeiro está relacionado ao entendimento de que eles desempenhariam um papel que, via de regra, caberia ao livre mercado, ou seja, os fundos soberanos poderiam, ao longo do tempo, impedir ou dificultar que as empresas privadas identificassem oportunidades e alocassem recursos da forma mais eficiente. O segundo ponto reside na 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), “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.”

A ascensão dos fundos soberanos pode ser interpretada como um sinal da crescente rejeição do livre mercado em favor de uma maior intervenção do estado na economia. Esse movimento é conhecido como capitalismo estatal ou capitalismo de estado, que tem como uma de suas características mais relevantes tentar expandir o controle da economia por entes estatais para favorecer sua atuação e promover a expansão do seu poder político, operando como uma ferramenta para facilitar a expansão e influência geopolítica dos estados detentores dos fundos soberanos, num movimento que, ainda que involuntário, caminha em direção a uma nova ordem mundial caracterizada pela multipolaridade de forças econômicas que resvalam para o campo político. Para Rinaldi (2010 p.115) “esse processo seria marcado por um novo período de competição entre modelos antagônicos, tal qual a disputa que havia na Guerra Fria; mas

enquanto naquele período histórico a competição ocorria entre ideologias políticas rivais, o momento atual implicaria em uma rivalidade entre modelos políticos e econômicos: o modelo do capitalismo de livre mercado e o modelo do capitalismo de Estado.”

É possível ver com certa naturalidade a preocupação demonstrada por grande parte dos países centrais em relação à ascensão dos fundos soberanos que, de forma inegável, ajuda a alterar o *status quo* das forças de mercado através do movimento de alavancagem de investimentos em países e setores que antes dependiam quase que exclusivamente de aportes oriundos de fontes privadas ou de Parcerias Público Privadas. Esse movimento colabora para aumentar o grau de influência e a autoridade central do estado. Segundo Lyons (2007), “O desenvolvimento de tais estruturas capitalistas de Estado ocorreria especialmente em países relativamente excluídos das relações de globalização com o Ocidente, com o objetivo de questionar sua posição por meio da imposição do poder político contra a iniciativa privada predominante nos países desenvolvidos.”

Para Mazzucato (2015), o posicionamento que vê a iniciativa privada como a única e imbatível frente capaz de gerar riqueza esquece que os mercados são cegos, por assim dizer. Eles podem negligenciar as preocupações sociais ou ambientais. As direções que os investimentos devem seguir não são geradas espontaneamente pelas forças do mercado, elas são geralmente o resultado das decisões estratégicas do setor público, dessa forma é razoável afirmar que o FSERJ tem elevadas chances de ser um veículo de investimentos que se constituirá em um pujante diferencial (ainda que não seja o único) na busca por maior desenvolvimento social e econômico de longo prazo do estado, desde que adote a prática de princípios de governança e transparência observados nos fundos de maior destaque.

A utilização dos fundos soberanos com objetivos políticos é uma preocupação de maior dimensão quando se parte do pressuposto de que todas as sociedades democráticas, em maior ou menor grau, são sensíveis ao avanço do capital estrangeiro com origem em nações tidas como antidemocráticas e/ou não alinhadas aos seus interesses. Para Megginson et al. (2021) “essa sensibilidade tende a endurecer em relação às suspeitas quando o adquirente estrangeiro é controlado pelo Estado”.

Cabe destacar que no auge da crise financeira de 2008, com a sequência de quebras das instituições financeiras estadunidenses, alguns fundos soberanos controlados por China, Singapura e por alguns países do Golfo Pérsico injetaram elevadas somas, que alcançaram a casa dos bilhões de dólares, nas maiores instituições financeiras dos Estados Unidos, como Citibank, UBS, Barclays e Merrill Lynch. Nesta mesma época a chinesa Lenovo adquiriu um ícone da computação mundial, a IBM. Para Ferreira e Vieira (2013), “a preocupação com esses fundos aumenta e se torna uma questão política quando, a partir da década atual, países vistos como política e ideologicamente dominados por correntes não alinhadas aos interesses dominantes nos EUA, Europa ou Japão (tais como China, Rússia, Líbia, Irã e Venezuela) criam seus fundos estatais.”

Os Fundos Soberanos de Riqueza detêm participações acionárias (muitas vezes majoritárias) em setores estratégicos, como energia, telecomunicações e a alta tecnologia. Por isso, são considerados pelos países receptores desses investimentos como uma possível ameaça à segurança nacional. (RINALDI, 2013). É justamente nesse ponto que a desconfiança por parte dos países receptores de recursos fica mais aguçada, pois entendem que a economia política sempre esteve presente no tabuleiro da geopolítica internacional. Em janeiro de 2008 o senador dos Estados Unidos, membro do Comitê bancário do Senado, Charles Schumer, disse que “porque os fundos soberanos são, por definição, suscetíveis a interesses não econômicos, quanto mais eles se aproximam de exercer algum controle e influência, mais preocupações

teremos” (WERDIGIER; ANDERSON, 2008). Essa afirmação deixa clara a crescente preocupação, e até mesmo aversão aos fundos não alinhados aos seus interesses, à medida que eles aumentam sua participação acionária nas empresas estadunidenses. Para citar outro exemplo de preocupação em relação aos fundos soberanos, em maio de 2008, Gal Luft, diretor-executivo do Institute of Global Security, declarou na Comissão de Relações Externas da Câmara de Representantes dos Estados Unidos (House Committee on Foreign Affairs) seu receio de que fundos soberanos pudessem ser utilizados, por parte de alguns governos, como um instrumento para ampliação de sua influência geopolítica ou para promover ideologias antiocidentais (LUFT, 2008). Essa preocupação encontra mais evidência quando países como China e Singapura afirmam de forma categórica que pretendem utilizar recursos dos seus fundos soberanos para ajudar a alavancar o desenvolvimento econômico interno, o que ampliará sobremaneira a participação dos países em desenvolvimento no cenário econômico e político internacional. Para Teixeira (2017) “a desconfiança se colocava sobre fundos não ocidentais (chineses, russos, etc.) e, sendo o mercado financeiro culturalmente ocidentalizado, houve rápida reação para que se criassem princípios e regras de boa conduta o que, aparentemente, foi suficiente para acalmar os mais desconfiados”. A primeira de uma série de regras de boa conduta e avaliações que visam conferir maior grau de previsibilidade em relação às ações dos fundos soberanos, é uma lista de 24 preceitos elaborada em 2008 conhecida como Princípios de Santiago, que será exposta e analisada quando abordarmos as avaliações dos fundos. Para Behrendt (2011) “os decisores políticos e o público percebem os fundos soberanos, em particular os das economias emergentes, como potências financeiras opacas que ameaçam os interesses de segurança e competitividade dos seus países e economias nacionais.”

Os argumentos mostram que há grande desconfiança em relação aos fundos soberanos, seja em função de se tratarem de um veículo relativamente novo, o que faz com que as suspeitas sejam maiores, principalmente se considerarmos que o sistema financeiro mundial é conservador e fará o que for necessário para manter esse conservadorismo, que o ajuda a preservar a dominância dos países centrais. Identificar se a desconfiança tem sentido não é uma tarefa fácil, mas é necessário conhecer e entender os instrumentos disponíveis para atenuar tal desconfiança e é isso que será exposto a seguir. Como bem apontado por Truman (2010), “fundos soberanos não são nem ameaça nem salvação, mas eles refletem a mudança de forma da paisagem financeira internacional.”

Avaliando a desconfiança em relação aos fundos soberanos é necessário pensar em como essa desconfiança seria manifestada em relação a um fundo regional, como é o caso do FSERJ. Um dos pontos que precisam ser abordados é o risco de imagem que um veículo de investimento pertencente ao estado poderia provocar em entidades, empresários, políticos e formadores de opinião mais alinhados ao espectro liberal da economia. Uma vez que o fundo soberano do Rio de Janeiro tem o propósito registrado na constituição do estado, de promover o desenvolvimento social e econômico, e considerando a hipótese (não é possível afirmar *ex-ante*) de que o propósito seja alcançado, ficaria claro que um estado planejador e realizador ainda tem papel como indutor da atividade econômica, mesmo que algumas falhas sejam apontadas. Esse risco de imagem poderia aumentar ou diminuir em função do desempenho do fundo, o que fornece mais um argumento a favor da governança e transparência de modo a atenuar o risco do fundo ser capturado por agentes não alinhados com os propósitos desenvolvimentistas implícitos no FSERJ.

Outra potencial desconfiança está atrelada à imagem que esses mesmos agentes, e também a população em geral, terão em relação aos critérios utilizados pelo fundo para selecionar e priorizar os investimentos. Resgatando fatos históricos, não é absurdo considerar que uma vez escolhido um projeto, seus adversários ou os defensores de projetos alternativos

questionarão as razões técnicas para a sua realização. Para complicar a imagem do FSERJ, essa desconfiança também poderá ser sentida pela população, tendo em vista que os projetos serão conhecidos pela população, o que pode gerar questionamentos e protestos. É preciso cuidar para que o FSERJ não passe a imagem de ser um “balcão de negócios” de propriedade de um determinado grupo ou instituição, ligado a esse ou àquele setor econômico.

Casos de corrupção envolvendo recursos de fundos soberanos não são raros. Em 2015 o fundo IMDB da Malásia foi exaurido em função de uso inapropriado dos seus recursos que envolvem fraude, roubo e lavagem de dinheiro. Para Truman (2010) “embora não seja possível excluir a possibilidade de má gestão e corrupção nas atividades dos fundos soberanos, quanto mais se sabe sobre eles, mais difícil é que essa má gestão ou corrupção ocorra.” Aumentar os controles e monitorar os já existentes é fundamental para o progresso de um fundo soberano. Para López (2022) “governança, transparência e resiliência continuam sendo as preocupações principais”.

### **3.3 Governança e Transparência: dois Pilares Fundamentais**

Em consistente análise bibliométrica conduzida por Bahoo (2020 p.14), uma inquietante questão é levantada: “as práticas de gestão dos fundos soberanos são suficientemente boas para o alcance de suas metas, e elas poderiam ser úteis para melhorar a governança?” Esse é um bom ponto de partida para o fornecimento da resposta às desconfianças que o mercado financeiro e os países centrais nutriam, e ainda nutrem, sobre os fundos soberanos, porque governança e transparência estão intimamente ligadas. Conforme já abordado, há um viés relacionado ao posicionamento político-econômico dos países onde um determinado fundo foi originado, sendo aqueles sediados em países tidos como não alinhados aos interesses dos países centrais vistos com maior desconfiança. Quando um desses fundos apresenta pouca ou nenhuma informação ao mercado, seja através de relatórios, entrevistas dos gestores ou via sites, a desconfiança aumenta.

O G7 identificou quatro grandes áreas fundamentais que afetam os resultados dos fundos soberanos: estrutura institucional, gestão de risco, transparência e prestação de contas (*accountability*). Como mencionado na introdução, o presente trabalho não abordará questões relacionadas a estrutura institucional nem gestão de risco, apesar da relevância desses tópicos.

A definição do que é transparência não é algo único, provido de consenso. Ela apresenta variações e nuances em função do entendimento de cada autor. Para esse trabalho será adotada uma definição simples e objetiva. Transparência está relacionada à divulgação de informações relevantes (*International Working Group Of Sovereign Wealth Funds*, 2008). Ainda que o entendimento do que seja relevante também possa variar de acordo com a percepção de cada um, nesse ponto do trabalho não é necessário aprofundarmos os detalhes.

Apesar de não haver consenso na forma exata de como a transparência atua para combater o mau uso dos recursos naturais, independente destes recursos estarem alocados em fundos soberanos, Humphreys, Sachs e Stiglitz (2007) reportam inúmeros trabalhos recentes que sugerem que maiores níveis de transparência estão associados a melhores usos dos recursos. Essa observação faz sentido quando consideramos que os profissionais diretamente envolvidos com as rotinas de trabalho do fundo, sendo elas de caráter estratégico, gerencial ou operacional, terão interesse em divulgar o resultado de um trabalho bem feito, que via de regra está diretamente relacionado ao uso adequado dos recursos. Segundo os autores, os argumentos

contidos nesses trabalhos “são convincentes e encontram suporte na evidência empírica existente sobre os efeitos da transparência.” A falta de transparência envolvendo recursos provenientes da extração, refino e comercialização de petróleo e derivados é algo notório mesmo antes da grande expansão de fundos soberanos verificado desde os anos 2000. Para Pessôa (2012) “apesar de não haver consenso com relação aos motivos do desempenho ruim das economias baseadas na exploração de recursos não renováveis, há o reconhecimento de que a falta de transparência desempenha um papel preponderante”.

O senso comum indica que fundos soberanos oriundos de países não democráticos são menos transparentes, o que é confirmado tanto pelo *Santiago Compliance Index* quanto pelo LMTI, que serão detalhados adiante. Os três últimos colocados no ranking LMTI de 2022, Venezuela, Maurîtânia e Argélia, são classificados pelo *Democracy Index 2020* como regimes autoritários. Teixeira (2017) aponta que “nem sempre os fundos têm níveis de transparência que permitam monitorar seus investimentos, sendo que há fundos que não declaram nem mesmo o valor total de seus ativos, o que coloca obstáculos a qualquer análise mais minuciosa desses instrumentos.”

A governança parte do princípio de que há uma clara separação de alocação e separação de responsabilidades entre um governo, nacional ou sub regional como é o caso do Rio de Janeiro, e seu fundo soberano. Via de regra esses fundos são constituídos como entidades à parte e são operados por gestores de investimentos profissionais que teoricamente estão isolados da política, o que confere imparcialidade para que a alocação de recursos seja realizada em função de critérios estritamente técnicos. Dixon (2011) acredita que “por esta lógica, os gestores de investimento podem estar mais aptos a escolher os vencedores por assim dizer, em vez de elefantes brancos. Embora os políticos possam gostar de direcionar os fundos soberanos para investir em projetos de estimação, existe uma maior probabilidade de esta prática levar ao fracasso do fundo a longo prazo.” Outro ponto que precisa ser observado é que a criação de um fundo soberano ocorre, na maioria dos casos, para a gestão de receitas provenientes de superávits comerciais ou de royalties sobre a exploração de recursos naturais e a utilização desses recursos com finalidade política, além de ser eticamente condenável, se configura uma contradição em sua essência.

A importância da governança no desempenho dos fundos soberanos é conhecida. Além disso, ela auxilia na superação das características institucionais e organizacionais herdadas. Mudar fatos históricos que afetam a cultura do país sede do fundo não é possível. Nem o oposto, ou seja, mudar a cultura do país sede, que por sua vez afetará as ações e decisões políticas que se converterão em fatos históricos. Isso posto, a prática de uma boa governança é fundamental pois ajudará a gerir o fundo de forma local para que ele possa alcançar patamares competitivos em nível global.

Na próxima seção serão apresentados os principais instrumentos/ferramentas de análises de fundos soberanos. É importante notar que não há divisão entre ferramentas utilizadas para avaliar fundos nacionais e fundos regionais pois grande parte das variáveis são aplicáveis a fundos de ambas naturezas.

### 3.4 Instrumentos de Avaliação de Fundos Soberanos de Riqueza

O processo de avaliação precedido de análise é comum e desejável em todas as atividades que envolvem recursos materiais, sejam eles próprios ou de terceiros. 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. O propósito dessa subseção é apresentar os instrumentos de avaliação de Fundos Soberanos mais conhecidos e citados na literatura de forma exploratória, ou seja, sem a pretensão de avaliar os instrumentos nem fazer qualquer juízo de valor técnico. O conhecimento desses instrumentos permitirá o melhor entendimento do MAFS que será apresentado no capítulo 4. Na sequência serão apresentados os seguintes instrumentos: Princípios de Santiago (lançado em 2007), Scoreboard do Truman (lançado em 2007), LMTI (lançado em 2008), SCI (lançado em 2010), OPSWF Investment Framework (lançado em 2018) e GSR *Scoreboard* (lançado em 2020).

Embora apenas o LMTI utilize a palavra transparência em seu nome, todas as ferramentas analisadas neste estudo têm como objetivo final, direta ou indiretamente, prover governos, comunidade acadêmica e meios de comunicação em geral, de informações claras e objetivas acerca dos fundos soberanos, o que é traduzido indubitavelmente em transparência. As avaliações dos fundos soberanos funcionam como um instrumento que visa assegurar, ou pelo menos tentar, que os recursos sejam usados de acordo com parâmetros de risco/retorno econômico-financeiro que estejam alinhados com a razão de ser do fundo, dificultando, dessa forma, a utilização de recursos com caráter meramente político.

#### 3.4.1 Os Princípios de Santiago

Em 2007, havia uma preocupação crescente dos investidores e reguladores com os Fundos Soberanos de Riqueza, em parte quanto à sua visibilidade, responsabilidade e estrutura de governança. Por outro lado havia um ponto adicional que causava preocupação: as ameaças ao relativamente livre fluxo de capitais entre os países uma vez que esses veículos de investimento não eram regulamentados ou minimamente monitorados. Como já abordado, não podemos deixar de lembrar que os países centrais viam os fundos soberanos com desconfiança, certos de que esses veículos de investimento poderiam colaborar com a alteração da geopolítica de investimentos internacionais. Para resolver essas preocupações, um esforço conjunto entre o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds ou Grupo de Trabalho Internacional de Fundos de Riqueza Soberana) elaborou os 24 *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP), descritos como “Princípios de Santiago”, para estabelecer padrões internacionais comuns em relação à transparência, independência e governança que os fundos soberanos podem seguir. Tais princípios “correspondem a um regime internacional emergente em torno do qual se pode constituir uma identidade coletiva” (Machado, 2018).

Os princípios têm adesão voluntária por parte dos membros do grupo e são subordinados à legislação doméstica do país detentor do fundo, ou seja, as leis do país não são sobrepostas pelos Princípios de Santiago. Os princípios funcionam mais como um documento que visa assegurar aos países receptores que as atividades desempenhadas pelos fundos são feitas com responsabilidade. Eles estão organizados, basicamente, em três grandes áreas: (1)

Enquadramento legal, objetivos, e coordenação com políticas macroeconômicas, (2) Enquadramento institucional e estrutura de governança, e (3) Gestão de riscos e investimentos (IFSWF, 2008). São, ao todo, 24 princípios capazes de estabelecer, por meio de sua implementação, rotinas de transparência, boa governança, fortalecimento institucional, coordenação econômica e independência política. Após sua formulação, seu monitoramento ficou a cargo do Fórum Internacional dos Fundos Soberanos, organização instituída pelos fundos para este fim, ao lado de promover pesquisas e boas práticas. Os princípios e subprincípios totalizam 35 itens e estão detalhados no Anexo A.

Como os Princípios de Santiago foram a primeira iniciativa no sentido de implementar diretrizes que visavam melhorar a governança e transparência dos fundos, é natural que houvesse observações e críticas em relação a sua estrutura. Para Truman (2010), “os Princípios de Santiago são um primeiro passo muito importante para a criação de uma norma internacional robusta para os fundos soberanos. No entanto, os princípios podem e devem ser plenamente implementados, bem como melhorados”, e avança no mesmo texto afirmando que os princípios “não são tão abrangentes e robustos como poderiam ser.” Alguns anos mais tarde o próprio Truman elaboraria uma nova forma de monitorar os fundos soberanos baseado em princípios de governança e transparência, que será abordada mais à frente. Outro autor que avaliou os Princípios de Santiago e, constatando as lacunas que eles deixavam, desenvolveu uma ferramenta para o monitoramento e análise de fundos soberanos e outros fundos governamentais foi Diego López, que em um artigo de 2020 afirma que “o simples endosso dos princípios não é uma condição necessária nem suficiente para que um fundo soberano tenha boa governança.” Para Behrendt (2010), que também desenvolveu uma ferramenta de análise que será detalhada abaixo, os Princípios de Santiago “caem numa zona cinzenta de governança global por não serem uma convenção internacional e serem uma mera declaração unilateral de intenções.”

### **3.4.2 O Scoreboard do Truman**

Em 2008 Doug Dowson e Edwin M. Truman construíram um placar (scoreboard) para avaliar 44 fundos soberanos tendo como ponto de partida um plano de melhores práticas adotadas por aqueles fundos. O painel de avaliação contém 33 elementos que são construídos como perguntas e são agrupados em quatro categorias: (1) estrutura do fundo, incluindo os seus objetivos, tratamento fiscal, e se os seus recursos estão separados das reservas internacionais do país; (2) governança do fundo, incluindo os papéis do governo e dos gestores, e se o fundo segue diretrizes para a responsabilidade corporativa e comportamento ético de investimento; (3) responsabilidade (*accountability*) e transparência do fundo na sua estratégia de investimento, atividades de investimento, relatórios, e auditorias; e (4) comportamento do fundo na gestão a sua carteira e na utilização de alavancagem e derivados. O detalhamento completo do Scoreboard encontra-se no Anexo B.

Nas três primeiras edições do Scoreboard os pesquisadores confiaram nas informações que estavam disponíveis para o público em geral, via de regra através dos sites dos fundos, mas constataram que as informações conseguidas através de entrevistas concedidas à imprensa não seriam suficientes pois sua exatidão não é das tarefas mais fáceis de serem confirmadas.

Para a obtenção da base de dados para analisar os fundos através do scoreboard foram feitas perguntas simples, do tipo “fechadas”, onde as respostas são do tipo “sim” ou “não”. A cada resposta do tipo “sim”, um ponto é computado para o fundo, embora haja casos em que

foram permitidos um crédito parcial (0,25, 0,50 ou 0,75 pontos). Uma resposta do tipo “não”, não recebe pontuação.

Na quarta atualização do Scoreboard, realizada em 2015 e divulgada em 2016, a pontuação foi baseada em informações publicamente disponíveis, como sumários executivos e relatórios anuais, disponíveis nos sites dos fundos ou concedidas pelo ministério das finanças do país detentor do fundo. Os pesquisadores também recorreram a relatórios de autoavaliação que grande parte dos membros do IFSWF divulgam no site da instituição.

Um ponto importante que precisa ser observado é que, embora houvesse necessidade de adotar uma abordagem detalhada, rigorosa e objetiva na avaliação de todos os fundos, algum grau de subjetividade se mostrou necessário. A elaboração do scoreboard não foi nada trivial, envolveu inúmeras seções de intensos debates que, via de regra, eram permeados por visões controversas entre os participantes. Como relatado por Truman (2008): “alguns dos elementos que nós elaboramos ou agrupamos podem ser controversos, e o leitor é livre para elaborar o seu próprio scoreboard com base no nosso material”. A avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro será realizada tendo uma metodologia própria, que será apresentada e detalhada no capítulo 4.

É importante observar que o scoreboard desenvolvido por Truman não faz distinção entre fundos soberanos nacionais ou regionais. Além disso, o objetivo do scoreboard não é segregar e rotular os fundos como “bons” e “ruins”. Para Sarah E. Stone e Edwin M. Truman (2016), “a motivação por trás do scoreboard não é que cada fundo deva pontuar 100% em cada elemento...o painel de avaliação destina-se a fornecer uma referência, não para definir a perfeição. As circunstâncias, o ambiente e as culturas nacionais que rodeiam cada fundo é diferente. Alguns dos elementos do painel de avaliação aplicam-se mais precisamente a alguns fundos e menos a outros.”

Um ponto digno de nota é que até mesmo os pesquisadores mais conhecedores do assunto, como Bortolotti et al. (2009) afirmam que todos os fundos soberanos padecem de falta de transparência. Nas suas palavras “aparte algumas notáveis exceções (principalmente o fundo Norueguês), os fundos soberanos são extremamente relutantes em divulgar qualquer informação sobre suas políticas de investimento e retornos dos fundos.”

As avaliações dos fundos soberanos não são estáticas. Elas podem e devem mudar no decorrer do tempo para que sejam capazes de evoluir em função das mudanças impostas pelo mercado e dessa forma, manter a acurácia dos resultados obtidos. O scoreboard de Truman foi desenvolvido em 2007 e atualizado nos anos de 2009, 2012, 2015 e 2019. A cada nova atualização é possível constatar o progresso na avaliação dos fundos.

A tabela 10 mostra que a pontuação média de todos os fundos tem aumentado de forma constante assim como para os grupos de fundos introduzidos em sucessivos placares. Na primeira edição (2007) foram avaliados 34 fundos soberanos, mas apenas 31 estão ativos atualmente, conforme podemos observar na primeira linha da tabela. A pontuação naquele ano foi de 55, crescendo para 72 na última edição (2019).

**Tabela 10 - Pontuações Médias no Scoreboard: 2007-19**

<b>Pontuações médias nos painéis de pontuação, 2007-19</b>					
<b>Ano em que foi pontuado pela primeira vez (número de fundos)</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2012</b>	<b>2015</b>	<b>2019</b>
2007 (31)	55	62	63	70	72
2009 (4)		51	52	69	73
2012 (4)			17	36	39
2015 (14)				60	65
2019 (11)					59
Média (todos os fundos continuamente avaliados)	55	61	67	72	66
Média (todos os fundos avaliados)	36	55	52	74	66

Fonte: Julien Maire, Adnan Mazarei, and Edwin M. Truman (2019). Elaboração própria.

### **3.4.3 O Índice de Transparência Linaburg-Maduell**

O LMTI (*Linaburg-Maduell Transparency Index*) é um índice de transparência desenvolvido em 2008 no âmbito do SWFI por Carl Linaburg and Michael Maduell, que nasceu em função das preocupações com a falta de transparência e das agendas pouco éticas por parte de alguns fundos que eram vistos pelo mercado como “opacos” ou pouco precisos no que tange a demonstração de suas práticas de governança e aos seus reais objetivos. Assim como outros instrumentos e princípios, não há obrigação de adoção dos princípios e também não há vínculo formal entre os fundos e o SWFI.

O LMTI adota uma metodologia simples, o que colabora para que seja utilizado por fundos soberanos nos seus relatórios, demonstrativos e comunicados oficiais como uma referência de padrão global. O índice é baseado em dez princípios essenciais que visam mostrar o nível de transparência do fundo ao público investidor ou acadêmico, conforme figura 2. À medida que cada uma das questões, retratadas pelos princípios, tem uma resposta positiva, é adicionado um ponto ao índice de transparência do fundo. A nota final, ou classificação, mínima que um fundo pode receber é 1, e o máximo é 10, entretanto a instituição recomenda uma classificação mínima de 8 de forma a conferir um status que denote transparência ao fundo. O índice é atualizado quadrimestralmente, de acordo com a divulgação de novos dados por parte dos fundos analisados. A atualização dos índices de cada fundo é um projeto de ação contínua do SWFI. O julgamento dos princípios fica à cargo do Sovereign Wealth Fund Institute, o que desperta críticas. “Há diferentes níveis de profundidade relativamente a cada princípio, o julgamento destes princípios é deixado ao critério do Sovereign Wealth Fund Institute”. TRUMAN (2010).

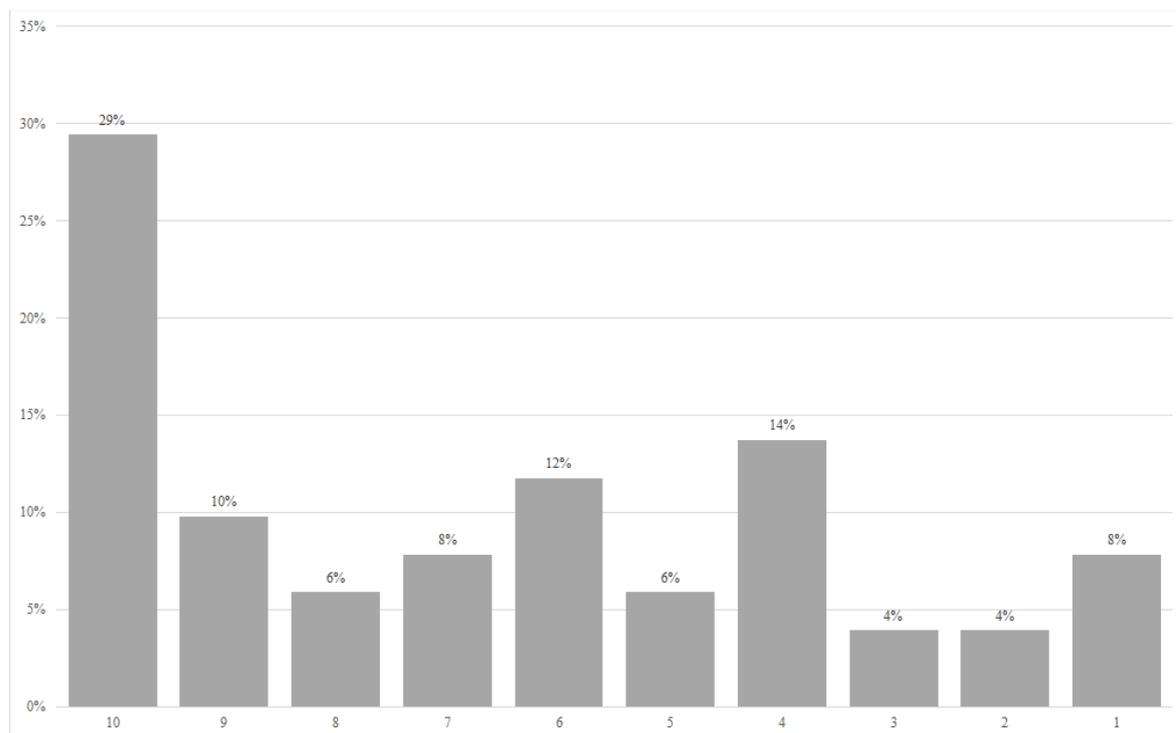
**Figura 2 - Princípios do LMTI**

PRINCÍPIOS DO LMTI	
+1	Infoma sua história incluindo a razão da criação, origens da riqueza, e estrutura de propriedade do governo
+1	Fomece relatórios anuais auditados de forma independente e atualizada
+1	Fomece a percentagem de propriedade de suas participações nas empresas, e a localização geográfica das participações
+1	Fomece o valor total de mercado da carteira, retornos e compensação de gestão
+1	Fomece diretrizes em referência a normas éticas, políticas de investimento e aplicação de diretrizes
+1	Mostra suas estratégias e objetivos de forma clara
+1	Se aplicável, o fundo identifica claramente as filiais e as informações de contato
+1	Se aplicável, o fundo identifica gestores externos
+1	Gerencia o seu próprio site
+1	Fomece o endereço do escritório principal e informações de contato

Fonte: SWFI (2022). Elaboração própria.

Um LMTI global não pode ser elaborado porque muitos fundos não divulgam dados. Conforme podemos observar no gráfico 7, pouco menos da metade desses fundos (23) apresenta classificação considerada minimamente adequada pelo SWFI, instituição que elabora o LMTI.

**Gráfico 7 – Índice de Transparência LMTI - 2022**



Fonte: LINABURG; MADUELL, 2022. Elaboração própria.

#### **3.4.4 O Santiago Compliance Index (SCI)**

No momento de seu lançamento, os Princípios de Santiago eram um relevante teste acerca da viabilidade de novas formas de governança global. No entanto, a sua lenta adoção se configurava uma ameaça à imagem da iniciativa, aumentando a exposição ao risco político dos fundos soberanos. O fato de não haver uma avaliação pública sobre a implementação dos Princípios de Santiago pelos 26 signatários que deram origem ao IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, ou grupo internacional de fundos soberanos) impulsionou Sven Behrendt a desenvolver o Santiago Compliance Index (SCI). A ideia central era avaliar até que pontos os 26 signatários da Convenção de Santiago estavam em conformidade com os princípios por eles aprovados. Este índice é baseado em dados que compreendem o período de Janeiro a Março de 2010 e fornecidos por SWF, IWG e FMI. A figura 3 mostra o nível de conformidade dos fundos aos Princípios de Santiago.

**Figura 3 - Santiago Compliance Index**



Fonte: Sven Behrendt (2010).

Os resultados obtidos após a primeira avaliação causou surpresa aos pesquisadores envolvidos em função da grande dispersão verificada. Os fundos foram classificados em 4 grupos distintos, partindo dos fundos que cumprem os princípios quase que integralmente até aqueles cujos dados não puderam ser obtidos ou eram muito limitados.

No artigo de 2010 o autor se questiona sobre as razões que poderiam explicar o grau de desigualdade na implementação dos Princípios de Santiago. Embora o detalhamento dessas possíveis razões fuja ao escopo no nosso trabalho, cabe uma breve apresentação dos pontos mais relevantes. Ele assume que os membros do IWG são de países cujas políticas institucionais transcendem a governança dos fundos. A autor apresenta a hipótese de que fundos pertencentes a países democráticos mostram maior compromisso com os Princípios de Santiago, ao passo que fundos de países autoritários apresentam uma performance menor. A análise confirma a intuição e mostra correlação entre o SCI e o Índice de Democracia desenvolvido pelo Economist Intelligence Unit's.

Outra possível explicação para a desigualdade de implementação parte do princípio de que fundos mais antigos e mais maduros estabeleceram ferramentas de governança mais compatíveis com os Princípios de Santiago. Os resultados encontrados pelo estudo não confirmam essa hipótese.

O estudo testa mais uma hipótese e parte do pressuposto de que economias mais maduras são fortemente baseadas em transparência e boa governança, que por sua vez sustentam a viabilidade dos mercados e fornecem um cenário mais adequado para que a transparência dos

fundos soberanos seja um destaque. Os testes mostram que essa hipótese não pode ser confirmada.

O último argumento levantado e posteriormente testado afirma que fundos soberanos sediados e operados por uma nação regida por boa governança e com elevada eficácia governamental global apresenta melhores resultados no SCI quando comparados com fundos de propriedade de governos de países com menor eficácia global de governo. As conclusões indicam que o compromisso dos fundos soberanos com os Princípios de Santiago está fortemente atrelado aos arranjos de governança política interna dos proprietários dos fundos.

### **3.4.5 O One Planet Index - OPSWF Investment Framework**

Em função dos investimentos realizados pelos fundos soberanos terem o longo prazo como horizonte, a influência desses veículos é crescente no mercado financeiro, conferindo a eles uma posição ímpar quando o assunto é a promoção de valores a serem adotados em direção a uma atividade econômica sustentável. O "*Sovereign Wealth Fund Working Group*" foi criado em um encontro realizado em 2017, na sequência da adoção do Acordo de Paris, que data de 2015, com a finalidade de ser um grupo que proveria a aceleração dos esforços dos agentes econômicos no sentido de aproveitar as oportunidades que podem ser encontradas na transição para uma economia de baixas emissões de gases que provocam o efeito estufa. O *One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group* (OPSWF Investment Framework), ou "Quadro", objeto de análise deste tópico, foi inicialmente publicado em julho de 2018.

Os seis membros fundadores do grupo de trabalho se comprometeram a desenvolver um quadro que envolvesse aspectos ambientais, sociais e de governança para tratar de pontos ligados à mudança climática, o que inclui o desenvolvimento de métodos e indicadores para informar os participantes do mercado.

Assim como outras ferramentas de monitoramento e análise de FSR, como os Princípios de Santiago, por exemplo, as recomendações do "Quadro" são voluntárias e não geram vínculos de nenhuma natureza entre os fundos e a entidade que o desenvolveu, em função da grande diversidade de atribuições, disposições internas, requisitos legais e regulamentares com os quais os fundos são submetidos em seus países de origem.

É fato que os impactos econômicos das alterações climáticas é algo difícil de prever em função das características de cada região, causando instabilidade e dificultando a previsibilidade do retorno dos investimentos, dado a que mensuração do nível de riscos fica seriamente comprometida. Esse é um dos fatores que impulsionou os membros fundadores do grupo no desenvolvimento da ferramenta, com o objetivo de auxiliar os investidores a alocar seus capitais de longo prazo de maneira mais eficiente. Segundo o relatório *The One Planet Sovereign Wealth Fund Framework* (2018), os investidores precisam compreender até que ponto as empresas onde investem são expostas a riscos relacionados com o clima, que elas estão melhor preparadas para gerir os riscos, e que estão posicionados para captar as oportunidades nos mercados.

O Quadro visa acelerar a integração das análises referentes às mudanças climáticas na gestão dos ativos. Para incrementar a resiliência e o crescimento sustentável dos Fundos Soberanos, o Quadro tem como objetivo ajuda-los a: a) Promover uma compreensão partilhada de princípios-chave, metodologias e indicadores relacionados com as alterações climáticas; b)

Identificar os impactos nos investimentos em relação aos riscos e oportunidades relacionados com o clima; e c) Aprimorar a decisão de investimento para melhor informar as suas prioridades como investidores e participantes nos mercados financeiros.

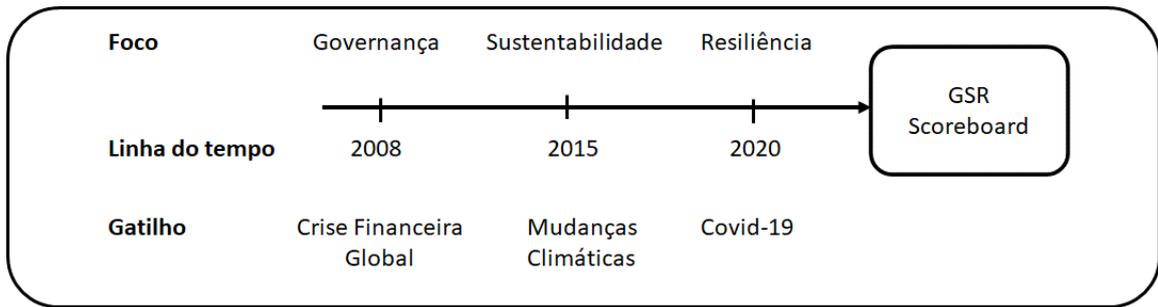
O Quadro é composto por três princípios. O primeiro é “Alinhamento” que está relacionado a construir considerações sobre as alterações climáticas, que estão alinhadas aos horizontes de investimento dos Fundos Soberanos, na tomada de decisões. O segundo princípio é “Propriedade” que visa encorajar as empresas a abordar questões sobre alterações climáticas em sua governança, planejamento e estratégia de negócios, gestão de riscos e relatórios públicos para promover a criação de valor. O terceiro e último princípio, que é “Integração”, diz que os fundos soberanos devem integrar a consideração dos riscos e oportunidades relacionados com as alterações climáticas na gestão de investimentos para melhorar a resiliência das carteiras de investimento de longo prazo. Os três princípios são subdivididos em 12 recomendações, ou subprincípios, que estão detalhados no Anexo C.

O Framework Companion Document (2020) mostra que a expansão do grupo é o resultado de um alcance de esforços dos membros fundadores, e demonstra a reputação e a relevância da iniciativa como um fórum único para intercâmbio de melhores práticas e ações sobre o tema das alterações climáticas no âmbito da indústria financeira. O Framework Companion Document (2021), que no momento da elaboração deste trabalho era o documento mais atual disponível no site da One Global SWF, mostra que o número de instituições financeiras que apoiaram os objetivos e princípios estabelecidos pelo OPSWF Framework, cresceu dos seis membros originais, fundadores da iniciativa, para 43 instituições em 2021, que inclui 18 fundos soberanos, 17 gestoras de ativos (asset management) e 8 fundos de capital privado (private equities). Ao final de cada ano é divulgado um Quadro atualizado contendo informações sobre as iniciativas adotadas por cada um dos fundos atestando seu alinhamento com os três grandes princípios do OPSWF Framework.

### **3.4.6 O GSR Scoreboard**

O GSR Scoreboard foi apresentado em um estudo iniciado em julho de 2020 pela Global SWF, que tinha como objetivo disponibilizar ao mercado um ranking que serviria como referência para os esforços de governança, sustentabilidade e resiliência realizados por determinados investidores institucionais, como os Fundos Soberanos. Durante os últimos anos uma série de eventos na economia global estimularam estudos e debates sobre os tópicos citados, muitas vezes de uma forma isolada. O entendimento de que essas variáveis devem ser consideradas de forma mútua serviram como base para a elaboração do GSR, como apresentado na figura 4.

**Figura 4 - Linha do tempo e gatilhos para o GSR Scoreboard**



Fonte: Global SFW (2021). Elaboração própria.

O tópico Governança é analisado de forma mais atenta desde o início dos anos 2000, quando mudanças no ativismo dos controles empresariais e as atividades dos fundos de hedge foram questionadas em função, dentre outros pontos, da crise das hipotecas de risco, também conhecida como Crise do *subprime*, originada no mercado estadunidense. Com o avanço das aquisições dos fundos soberanos em direção aos países centrais, acionou-se o sinal de alerta no sentido da necessidade de promover algum monitoramento dos fundos, o que, sob patrocínio do FMI, deu origem aos Princípios de Santiago, assunto já abordado anteriormente. Entretanto, a Global SWF entendia que a existência de 24 princípios de adesão voluntária, que não eram modificados desde 2008, não eram suficientes. Na visão dos autores do estudo, simplesmente endossar os princípios não seria condição necessária nem suficiente para que um fundo fosse bem administrado.

É sabido que sustentabilidade, o segundo gatilho para o GSR Scoreboard (acionado em 2015, conforme a figura 4), é um tema de grande destaque e que apresenta cada vez mais importância para os investidores, especialmente desde a adoção pela ONU da Agenda 2030 e dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável em setembro de 2015. Para López (2020), “há uma pressão crescente para que os proprietários de ativos sejam não só transparentes, mas também responsáveis”.

A resiliência tornou-se uma questão crucial entre a comunidade dos fundos soberanos. À medida que adotam uma visão de longo prazo, estes instrumentos de investimento têm crescido em sofisticação e capacidades internas. Procuram frequentemente assegurar que os custos crescentes sejam justificados pela capacidade de superar os mercados - ou de conseguir auferir resultados melhores do que outros. Atualmente a volatilidade do mercado está provando a importância da alocação equilibrada e da disciplina fiscal, especialmente entre aqueles fundos que podem ser subfinanciados e não podem suportar grandes perdas. A resiliência também pode ser vista como uma função da Governança e Sustentabilidade: apenas os fundos mais robustos e responsáveis serão capazes de sobreviver.

Esses três gatilhos, governança, sustentabilidade e resiliência, têm poder limitado para interpretar e analisar as ações que vão impactar nos resultados dos fundos soberanos, o que fez com que surgisse a ideia de agrega-los em uma ferramenta que seria capaz de permitir um diagnóstico mais preciso desses veículos de investimento. Ainda segundo López (2020): “acreditamos que a combinação destes três elementos é a mais poderosa ferramenta analítica, mais poderosa do que qualquer uma delas considerada isoladamente. É apenas com um

instrumento de análise abrangente e regular que seremos capazes de ver as virtudes - e vícios - dos maiores FSR do mundo.”

O GRS scoreboard apresenta 25 questões, sendo 10 relacionadas a governança, transparência e *accountability* (responsabilidade), 10 relacionadas a sustentabilidade e investimento responsável e as outras 5 relacionadas a resiliência e legitimidade, conforme tabela 11. A íntegra do Scoreboard consta no Anexo D. As questões são respondidas seguindo um padrão binário, ou seja, sim ou não, com peso igual e os resultados são convertidos em uma escala de porcentagem para cada um dos fundos. O principal papel a ser desempenhado pelo GSR Scoreboard não é analisar os fundos e organizar um ranking que serviria para que o mercado separasse os melhores fundos daqueles em que o desempenho não se destaca. Ele serve muito mais como uma comprovação da realidade para que os proprietários e gestores de ativos entendam e adotem as melhores práticas. Além disso, as análises desenvolvidas permitem que os gestores e outros importantes participantes, sejam eles do mercado de fundos ou pesquisadores, estejam informados sobre os principais aspectos que influenciam o desempenho dos seus parceiros e sócios, através de um sistema transparente e crítico.

**Tabela 11 - Elementos do GSR Scoreboard**

Governança (10 elementos)	Sustentabilidade (10 elementos)	Resiliência (5 elementos)
1. Missão e Visão	11. Políticas e padrões éticos	21. Política de gestão de risco
2. Depósitos e regras de saque	12. Equipe de gestão instalada	22. Alocação estratégica de ativos
3. Reputação do gestor externo	13. Missão econômica	23. Política de retiradas/saques
4. Governança externa e interna	14. Impacto econômico e medição	24. Equipe local de crise
5. Critérios e estratégias de investimento	15. Relatório anual de ESG	25. Velocidade e disciplina
6. Estrutura e dados operacionais	16. Defende Objetivos de Desenvolvimento Sustentável	
7. Contas auditadas anualmente	17. Parcerias e filiações	
8. Ativos sobre gestão	18. Mercados emergentes/gestores	
9. Detalhes sobre o portfólio de investimento	19. Papel na economia nacional	
10. Anual x retorno de longo prazo	20. Gestão de risco de ESG	

Fonte: Global SFW (2021). Elaboração própria.

Em função da complexidade da indústria de fundos, a Global SWF define quatro grandes grupos de fundos, de acordo com suas funções: estabilização, poupança, desenvolvimento/estratégico e fundos públicos de pensão. Para López (2020): “nós somos flexíveis em nossas definições, que são conduzidas pelo mercado. Se formos muito acadêmicos e rigorosos, por exemplo, usando as definições do FMI para fundos soberanos, corremos o risco de deixar de fora alguns fundos que consideramos altamente interessantes, com poder aquisitivo e comparáveis aos fundos soberanos puros”.

Ao estudar a relação entre os altos índices de governança e padrões de sustentabilidade e retornos financeiros, baseados nos últimos resultados do GSR Scoreboard e nos retornos médios para o período compreendido entre 2015 e 2020, para 60 diferentes *State-Owned Investors* (SOI), foi encontrada uma moderada relação positiva, com um coeficiente de correlação de 0.30 entre as duas variáveis, o que pode indicar que os fundos que não focaram suas atenções e esforços na aquisição e manutenção de elevados padrões de governança e sustentabilidade tiveram retornos menores, quando comparados com os de melhor governança.

### 3.5 Considerações finais

Após o resgate, no primeiro capítulo, dos aspectos históricos que mostram o quadro de vulnerabilidade que se abateu sobre o Estado do Rio de Janeiro no período pós mudança da capital para o planalto central em 1960, foi abordada a falta de reflexão sobre a realidade local em favor do pensamento nacional, passando pelo esvaziamento econômico, a crise dos anos 1980 e chegando a década de 1990, vista como o ponto de inflexão rumo a uma trajetória de melhor cenário econômico principalmente em função da consolidação da produção do petróleo. Todos esses fatos fazem parte do arcabouço histórico necessário para o entendimento do diagnóstico elaborado no capítulo 2, que mostra o grau de vulnerabilidade que a economia fluminense tem em relação aos recursos oriundos dos royalties e participações especiais. O capítulo 3 cumpriu seu papel partindo da exploração da literatura sobre Fundos Soberanos de Riqueza, o que permitiu o adequado entendimento de sua incipiente e promissora indústria seja através da apresentação da gênese dos fundos ou através da exploração dos principais instrumentos de avaliação dos FSR, largamente utilizados pelos fundos em nível global.

Enquanto o primeiro capítulo adotou o cunho histórico (passado), o segundo capítulo focou na exploração do que podemos chamar de cenário presente, compreendido entre os anos de 2000 e 2020. O terceiro capítulo tem uma abordagem voltada para o futuro, que tende a ser profícuo para os fundos soberanos. Uma vez explorados os três primeiros capítulos, que constituem o instrumental necessário e imprescindível, agora há conhecimento suficiente para apresentar, analisar e entender o Fundo Soberano de Riqueza do Estado do Rio de Janeiro em um nível de detalhes suficiente para que sejam apontados de forma crítica os pontos que precisam ser abordados e avaliados com maior rigor técnico para que esse instrumento de investimentos obtenha o status de fundo de classe mundial, o que será alcançado com o auxílio do MAFS (Modelo de Análise de Fundos Soberanos).

## **CAPÍTULO IV - O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e sua avaliação a partir do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos (MAFS)**

Ao chegar a quarta e última etapa da dissertação há um entendimento mais claro sobre os Fundos Soberanos de Riqueza, que se configura no arcabouço necessário para o desenvolvimento deste capítulo, entretanto, para que a estrutura fique completa, não podemos avançar sem mencionar o Fundo Soberano do Brasil, por isso o presente capítulo será iniciado com uma abordagem menos densa, porém suficiente, deste instrumento de investimento criado em 2008.

Na sequência será apresentado o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, doravante chamado de FSERJ. O trabalho abordará seus fundamentos, como ele surgiu, seus objetivos e sua estrutura de gestão. Dada a relevância do fundo, que tem papel preponderante na retomada do desenvolvimento social e econômico do Estado, é natural que sejam feitas observações críticas sobre sua estrutura, transparência e também sobre o quadro de pessoas que estiverem em sua órbita. Estas observações serão feitas por várias esferas da sociedade. Algumas parecerão justas, outras nem tanto, entretanto, julgar o que é, e o que não é justo parece ser uma atividade um tanto subjetiva. Pensando nisso, foi desenvolvida uma ferramenta (MAFS – Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos) que permitirá avaliar os níveis de governança e transparência do FSERJ de forma contínua, a princípio anualmente. Ainda que a ideia original fosse utilizar o MAFS para avaliar apenas o FSERJ, logo ficou claro que ele poderia ser utilizado por todos os Fundos Soberanos Regionais em operação no Brasil.

Após o detalhamento do MAFS, serão apresentados os resultados da primeira avaliação do FSERJ com a utilização da ferramenta. Caminhando para o final do capítulo, será apresentada a avaliação do FSERJ com a utilização de uma seleção de ferramentas, cujas estruturas foram expostas no capítulo 3.

O desfecho do trabalho é feito por meio da apresentação de uma proposta de ações que visam agregar valor ao Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro com vistas a torná-lo uma ferramenta de Classe mundial.

### **4.1 O Fundo Soberano do Brasil**

Ainda que o objeto de estudo do presente trabalho seja o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, é importante que alguns breves apontamentos sobre o Fundo Soberano do Brasil (FSB) sejam feitos. O fundo foi criado em 2008 com patrimônio de 5,3 bilhões de dólares, em meio aos altos preços do petróleo no mercado internacional e a recém descoberta do pré-sal, e foi extinto em 2019. Este mecanismo propunha-se a atuar para reduzir os impactos dos ciclos econômicos, realizar a formação de poupança pública, realizar investimentos no Brasil e no exterior e possibilitar a criação de projetos estratégicos de maneira geral (Feijó e Amorim, 2021). O objetivo do governo era que o FSB se tornasse um instrumento diferenciado de gestão de riqueza gerada pela extração do petróleo e que pudesse ajudar a incrementar o desenvolvimento social e econômico do Brasil por meio de investimentos e inversões financeiras tanto através de aquisição de ativos no exterior quanto por meio de integralização de cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização – FFIE.

A agenda liberal imposta após 2016 conjugada ao baixo interesse do governo federal ajudaram a traçar o fim do fundo, que seria oficialmente extinto em 2018 sob o argumento de que o cenário macrofiscal do país era diverso do existente no momento da criação do fundo (Relatório de Avaliação Fundo Soberano do Brasil - 2018).

Embora o FSB tenha sido instituído para operar como um instrumento de política econômica, sua extinção mostrou que não houve visão com horizonte de longo prazo por parte do poder executivo para que seus objetivos fossem alcançados, mesmo assim, o patrimônio acumulado pelo fundo superou a valorização de referência, que era a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), conforme pode ser verificado na figura 5. O gráfico apresenta a evolução do patrimônio líquido do FSB desde sua criação até a data em que ainda possuía saldo, comparada àquela que teria sido observada caso o aporte inicial dos recursos (dezembro de 2008) tivesse sido integralmente investido em ativos remunerados pela TJLP.

O fundo foi extinto em 22 de maio de 2018 com patrimônio constituído por: cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização, correspondentes a R\$ 530 milhões, (composto por ações do Banco do Brasil) e operações compromissadas e Depósitos na Conta Única do Tesouro com valor de R\$ 26,93 bilhões. O valor foi utilizado integralmente para amortizar a dívida pública.

**Figura 5 - Patrimônio Líquido do FSB x Patrimônio Valorizado pela TJLP - Histórico**



Fonte: Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 4º Trimestre de 2018

Cabe observar que antes mesmo da implantação do FSB, o governo federal criou o Fundo Social do Pré-Sal que canalizaria recursos para as áreas sociais, mas o detalhamento daquele fundo foge ao escopo do presente trabalho.

A gestão do grande volume de recursos provenientes de royalties oriundos da exploração de petróleo que afluem no caixa de alguns entes nacionais (estados e municípios) é um desafio considerável. A criação de Fundos Soberanos com características próprias se tornou uma opção relevante. Excluindo o Fundo Soberano do Rio de Janeiro, que será objeto de estudo

detalhado, atualmente há cinco fundos regionais em operação no Brasil, que foram criados por Maricá, Ilhabela, Niterói, Espírito Santo e Saquarema.

Atualmente está sob gestão desses fundos uma soma que totaliza R\$5.2 bilhões. O desafio para que não se perca uma oportunidade histórica é descobrir qual a melhor política de investimento e os regramentos mais apropriados (Teixeira, 2022). Detalhar cada um desses fundos foge ao propósito deste trabalho, mas a tabela 12 mostra informações selecionadas de cada um desses fundos regionais.

**Tabela 12 - Informações gerais dos Fundos Soberanos Regionais (Brasil)**

Fundo	Sede	Fundação	Patrimônio (R\$)	Investimentos	Sociedade Civil?
FSM	Maricá	2017	1.096.855.243	Investimentos estruturantes + ativos financeiros	não
FSMI	Ilhabela	2018	400.000.000	Ativos financeiros	sim
FER	Niterói	2019	570.540.695	Ativos financeiros	não
FUNSES	Espírito Santo	2019	1.016.780.038	Ativos financeiros + partic. Empresas	não
FSERJ	Rio de Janeiro	2022	2.100.000.000	Investimentos estruturantes + ativos financeiros	não
FSS	Saquarema	2022	nd	Investimentos estruturantes + ativos financeiros	não

Fonte: Sites dos Fundos Soberanos (2022), LC 200 (2022). Elaboração própria.

## 4.2 O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro (FSERJ)

O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro vem à tona a partir de uma iniciativa da ALERJ (Assembleia Legislativa do Estado do Rio de Janeiro) por meio do Projeto de Lei Complementar nº42/2021, que deu origem a Lei Complementar nº200, de 02 de março de 2022. Ainda que haja o risco de parecer demasiado extenso, para que o entendimento adequado seja alcançado é fundamental que sejam abordadas as principais características do FSERJ. O leitor que detiver familiaridade com os fundamentos do fundo, pode avançar para a seção 4.3 que trata da avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro.

### 4.2.1 Fundamentos do FSERJ

Conforme detalhado na Constituição do Estado do Rio de Janeiro, o Fundo Soberano fluminense, tem seis finalidades distintas que estão alinhadas e se complementam: a) constituir poupança pública com recursos oriundos da exploração do petróleo e do gás natural, b) atenuar a volatilidade e a instabilidade dos fluxos de arrecadação provenientes de indenizações pela exploração do petróleo e gás natural, c) garantir a sustentabilidade fiscal do Estado no curto, médio e longo prazos, d) aumentar a economia para gerações futuras, e) proteger o orçamento e a economia fluminense do excesso de volatilidade das receitas oriundas de royalties do petróleo, e f) financiar o desenvolvimento social e econômico do Estado do Rio de Janeiro. Além dessas seis finalidades, os recursos do Fundo Soberano poderão ser destinados a ações que visem à modernização tecnológica do Estado do Rio de Janeiro, por meio de investimentos

que busquem promover inovação em projetos e instituições das áreas de saúde, educação, segurança pública, meio ambiente, e ciência e tecnologia.

Por ser o Rio de Janeiro um estado cuja economia tem como forte característica a dependência da cadeia produtiva de óleo e gás, é importante observar que no primeiro artigo da lei que regulamenta o Fundo Soberano, há a indicação de dois meios que, no entendimento do legislador, seriam pertinentes para o alcance das finalidades acima expostas. A primeira é a integração e diversificação da estrutura produtiva do estado, de modo a ampliar o volume de arrecadação de impostos, o que levará a diminuição progressiva da dependência de royalties e participações especiais. O segundo meio é a promoção do investimento em infraestrutura produtiva, tecnológica, de mobilidade e de serviços públicos, visando gerar aumento de receitas para promoção do ajuste fiscal, inclusive com a realização de Parcerias Público-Privadas.

Ainda em conformidade com as finalidades do fundo soberano, a legislação prevê que o Poder Executivo poderá aportar recursos do Fundo Soberano no orçamento do estado, sempre que a variação do preço do barril do petróleo implicar uma redução maior que 30%, decorrente de calamidade pública declarada, na receita oriunda dos royalties, em valores não superiores a 20% do saldo disponível.

Os desembolsos destinados ao desenvolvimento de infraestrutura econômica com o objetivo de promover o estímulo à criação de um ambiente que seja receptivo às cadeias de investimentos produtivos, o fomento à sustentabilidade e a inovação, assim como ao adensamento e diversificação da estrutura e da capacidade produtiva serão consideradas como investimento para o desenvolvimento social e econômico do Estado do Rio de Janeiro.

Como forma de assegurar que os recursos do fundo não sejam usados de maneira que fuja aos princípios estabelecidos, a legislação prevê a vedação da utilização dos recursos do Fundo Soberano para custeio de despesas orçamentárias bem como qualquer forma de apoio via incentivos fiscais ou tributários.

As receitas do fundo serão provenientes de três fontes distintas: 20% virá de contribuições e doações de entidades públicas e privadas, saldo dos exercícios anteriores, rendimentos provenientes de aplicações do próprio fundo e outras fontes de recursos. 30% terá origem em excedentes arrecadados e participações especiais e a maior parte, ou seja, 50% virá dos recursos recuperados oriundos de Termos de Ajustamento de Conduta, decisões administrativas, judiciais ou indiciamentos legislativos, referentes às participações especiais devidas pelo concessionário de exploração e produção de petróleo e gás natural, nos casos de grande volume de produção ou grande rentabilidade.

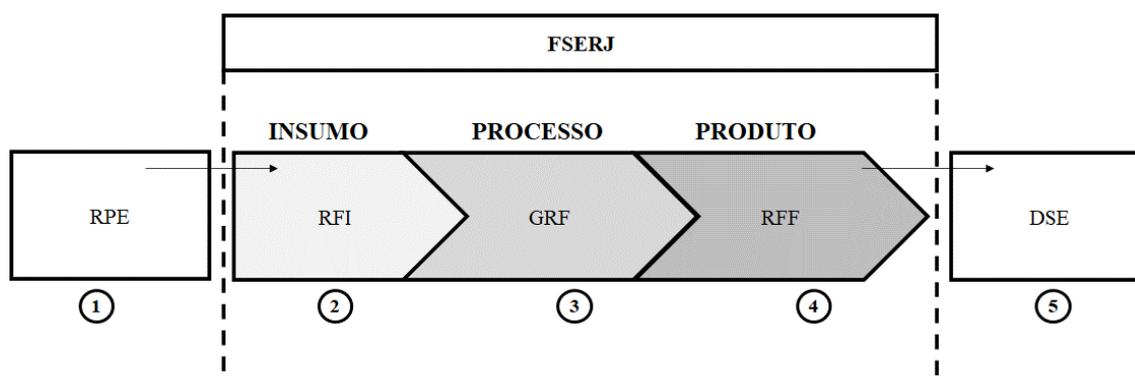
Partindo para uma questão de cunho mais operacional, mas nem por isso menos importante, as receitas serão depositadas em conta específica de titularidade do Fundo Soberano, mantida em instituição financeira oficial.

## 4.2.2 Estrutura de Gestão

A gestão de um fundo soberano, independente do seu porte e objetivo, assemelha-se a gestão de uma empresa. Ele tem uma finalidade própria que é a sua razão de ser e para que possa desempenhar essa finalidade necessita de insumos que serão operados de uma forma previamente definida e ao final do processo será gerado um produto que atenderá a necessidade de um determinado demandante, que no caso do Fundo Soberano é a sociedade.

A figura 6 mostra a lógica de funcionamento do FSERJ. Os itens 1 e 5 não estão no âmbito interno do fundo. O FSERJ não coleta RPE (Royalties e Participações Especiais) assim como não “faz” DSE (Desenvolvimento Social e Econômico). O Fundo recebe aportes financeiros que são os RFI (Recursos Financeiros Iniciais) e conduz a gestão desses recursos de acordo com preceitos estabelecidos, o que é representado por GRF (Gestão de Recursos Financeiros). O produto final do FSERJ é RFF (Recursos Financeiros Finais), que via de regra devem ser maiores que RFI.

**Figura 6 - Fundo Soberano: Lógica de Funcionamento do FSERJ**



Fonte: Elaboração própria.

O bem estar causado por DSE é fruto da melhor alocação (GRF), por isso não cabe afirmar que o produto final do fundo é o desenvolvimento. Ele é consequência, pelos menos de forma teórica. A gestão dos insumos, da operação e dos produtos é de grande relevância, seja para uma empresa, seja para um fundo. A gestão do FSERJ será desempenhada por diversos órgãos, alguns já existentes, outros criados exclusivamente para essa finalidade. São eles: Conselho Gestor do Fundo Soberano (CGFS), Conselho Consultivo do Fundo Soberano (CCFS), Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia e Relações Internacionais e AgeRio.

Segundo a Lei Complementar nº200 (2022), a gestão do fundo será conduzida pelo Conselho Gestor do Fundo Soberano (CGFS), com competência para: I - elaborar a política de aplicação dos recursos do Fundo; II - administrar, gerir, ordenar empenhos e pagamentos das despesas do Fundo; III – gerir a contabilidade e tesouraria do Fundo; IV - representar o Fundo perante as instituições financeiras; V - apresentar o demonstrativo contábil da movimentação financeira do Fundo aos órgãos de controle interno e externo; VI - representar o Fundo perante os órgãos de controle interno e externo; VII - elaborar e aprovar seu regimento interno por

unanimidade; VIII - demais atividades indispensáveis à gestão do Fundo, inclusive a definição das diretrizes das aplicações financeiras, visando à maximização dos rendimentos e a minimização do nível de risco daquelas aplicações, e IX - Promover a gestão dos ativos do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro norteado pelos princípios da prudência, excelência, transparência, responsabilidade socioambiental e integridade, e das melhores práticas do mercado.

Alguns pontos relativos à gestão do fundo não estão claros, o que deixa margem para ações, ainda que involuntárias, que afetem sua avaliação. Como exemplo, podemos citar que os órgãos de controle interno e externo a que o fundo deve apresentar o demonstrativo contábil da movimentação financeira não estão explícitos. No item que aborda a gestão de ativos norteada pelos princípios da prudência, excelência, transparência, responsabilidade socioambiental e integridade, e das melhores práticas do mercado não há menção a nenhuma prática concreta nem a outro referencial de governança tal como os Princípios de Santiago, por exemplo.

O CGFS terá em sua presidência o Secretário de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia e Relações Internacionais e o Secretário de Estado de Planejamento e Gestão, desempenhando o papel de Vice-Presidente. Além desses dois cargos de hierarquia mais elevada, o conselho terá como membros o Presidente da Agência Estadual de Fomento (AgeRio), o Secretário do Estado de Ciência e Tecnologia, o Secretário de Estado de Fazenda, o Secretário de Estado da Casa Civil, o Procurador Geral do Estado, um Representante da ALERJ, indicado pelo Presidente, três representantes das Instituições de Ciência e Tecnologia do Estado do Rio de Janeiro, os Reitores das Universidades estaduais, e três Representantes de entidades empresariais, da indústria, comércio e tecnologia de informação.

É importante observar que não está prevista a participação de membros da sociedade civil, o que teria o poder de transmitir maior transparência para a população do estado, que em última instância é a proprietária do fundo. Ainda que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro conte com uma estrutura de gestão teoricamente adequada, faz sentido que seja colocada luz sobre a necessidade de transmitir para a sociedade a mensagem de que o FSERJ não é mais uma iniciativa que será marcada por disputas políticas, desvio de propósitos e utilização de recursos de forma inadequada. Por outro lado, a participação no Conselho Gestor do Fundo Soberano (CGFS) será considerada prestação de serviço público relevante, não remunerada, o que é um ponto positivo.

Um ponto que pode ser considerado como algo de menor importância para a administração dos ativos de um fundo soberano, mas que merece grande atenção é a alocação de recursos financeiros em trânsito (são os recursos que entram no caixa do fundo, mas ainda não foram alocados em investimentos estruturantes, por exemplo) de forma adequada. A legislação prevê que o CGFS publicará o Plano de Aplicações Financeiras dos Recursos do fundo anualmente seguindo os critérios necessários em relação às informações imprescindíveis como objetivo e diretrizes das aplicações financeiras, definição de nível de rentabilidade mínima esperada e nível de tolerância a risco, política de composição de ativos, estrutura de gestão das aplicações, com regras de supervisão prudencial respeitadas as melhores práticas internacionais, e critérios de avaliação de desempenho. A não observância desse ponto abre espaço para utilização de recursos de forma desalinhada aos propósitos do fundo.

Ainda de acordo com a Lei Complementar nº200, o Fundo Soberano será administrado pela Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia e Relações Internacionais. Cabe observar que, caso seja necessário, outro órgão indicado pelo Poder Executivo poderá atuar como administrador do fundo, mediante decreto. As atribuições da administração são bem variadas, envolvendo a proposição das diretrizes de alocação e de risco dos investimentos

realizados e identificação do portfólio referencial de rentabilidade. A proposição das diretrizes de governança, transparência e *compliance* (integridade) do fundo, bem como a disponibilização de relatórios e instrumentos de controle social relativos às aplicações financeiras, às participações societárias e demais inversões financeiras realizadas com os recursos do Fundo também fazem parte de suas atribuições. Por fim, as atividades que envolvem planejamento, coordenação e controle das atividades ligadas à gestão orçamentária, financeira e contábil do fundo, incluindo as prestações de contas anuais também são de sua competência.

No campo das atividades de cunho mais operacional, a Secretaria de Desenvolvimento Econômico e a AgeRio atuarão em conjunto conduzindo as seguintes atividades: I - realizar operações, praticar os atos e exercer os direitos inerentes aos ativos integrantes do Fundo; II - assessorar o Conselho e o Secretário de Estado da Fazenda nos assuntos relacionados à gestão e operação; III - elaborar os relatórios de administração e de desempenho e as demonstrações contábeis; IV - elaborar parecer técnico demonstrando a pertinência de resgates; V - elaborar a proposta orçamentária; VI - elaborar propostas relativas a governança e a transparência, bem como dos demais relatórios e instrumentos de controle social relativos às aplicações financeiras e inversões financeiras realizadas; VII - gerenciar e executar as políticas de governança e transparência aprovadas no Conselho; VIII - acompanhar a execução da política de investimentos aprovada pelo Conselho junto aos agentes operadores; IX - acompanhar o nível geral de exposição a riscos do fundo bem como a adequação das suas políticas de mitigação e, caso necessário, sugerir ajustes na composição das carteiras efetivas; X - solicitar aos agentes operadores as informações necessárias sobre as aplicações dos investimentos, para atendimento aos relatórios de administração e de desempenho, demonstrações contábeis e políticas de governança e transparência aprovados pelo Conselho; XI - propor ao Conselho as diretrizes de alocação e risco dos investimentos realizados com recursos do Fundo, bem como o portfólio referencial de rentabilidade, em parecer técnico, após informações enviadas pelos agentes operadores; XII - manifestar-se previamente sobre as propostas e sobre os documentos encaminhados ao Conselho, nos termos de resolução do conselho; XIII - organizar a pauta de reuniões do Conselho elaborar e arquivar suas atas e viabilizar os meios materiais para que elas ocorram; XIV - atuar como instância executiva, a fim de garantir o alinhamento da estratégia de execução e as diretrizes do Conselho; e XV - monitorar a evolução econômica do país e os resultados dos investimentos do fundo documentando os principais fatores determinantes da rentabilidade observada e os desvios dos cenários previstos em relação ao ocorrido e da rentabilidade.

A legislação cria o Conselho Consultivo do Fundo Soberano (CCFS) que terá a competência de discutir a política estratégica de aplicação dos recursos do fundo, elaborar o planejamento estratégico a ser apresentado ao Conselho Consultivo, analisar as prioridades de investimento e o respectivo resultado esperado e identificar as áreas prioritárias de investimentos e desenvolvimento tecnológico. O conselho será composto por representante do Conselho Gestor, representante da Secretaria Executiva, três representantes de instituições de Ciência e Tecnologia e das Universidades, três representantes das prefeituras fluminenses, dois representantes da Assembleia Legislativa do Estado do Rio de Janeiro (ALERJ), sendo, preferencialmente, da Assessoria Fiscal, três representantes de entidades empresariais, representante do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e representante da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

Antes de avançarmos cabe uma observação. O projeto de Lei Complementar 42/2021, previa no 8º artigo, que o Fundo Soberano seria administrado pela Secretaria de Estado de Fazenda (SEFAZ), ao passo que a Lei Complementar 200/2022, que a sucede, prevê no 8º artigo

que a administração do fundo caberá à Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia, e Relações Internacionais. Essa alteração é importante por conferir ao fundo, pelo menos teoricamente, um caráter mais desenvolvimentista, alinhado a sua gênese, ao passo que uma eventual administração pela SEFAZ daria um caráter mais fiscalista ao fundo, o que, a priori, não seria o mais indicado para o alcance dos objetivos propostos.

No final do mês de março de 2022, o FSERJ recebeu um aporte inicial de R\$2,1 bilhões referentes aos recursos excedentes dos royalties e participações especiais do petróleo explorado no estado. A Secretaria de Planejamento e Gestão (Seplag) prevê que a arrecadação até o final de 2022 seja de R\$24 bilhões. Além dos recursos financeiros, que em princípio serão disponibilizados com a finalidade de promover o desenvolvimento social e econômico, é necessário que haja um plano de desenvolvimento do estado. Segundo Sobral (2022), “vejo a necessidade de se ter um plano como este vinculado à construção do fundo, com diretrizes para operacionalizá-lo. Assim, vamos garantir um planejamento estratégico, com vistas à qualidade desse gasto e que gere o maior efeito multiplicador possível.”

O debate em relação à operacionalização do FSERJ ainda precisa abordar inúmeras questões relevantes para que o estado não desperdice essa, que é uma grande oportunidade de elaboração de uma política de Estado com horizonte de longo prazo, visando o desenvolvimento econômico e a estabilidade fiscal por meio de projetos de cunho mais estruturantes.

No que tange à estrutura produtiva oca, conforme já citado no presente trabalho, os fundos soberanos de riqueza podem ser utilizados para conferir mais dinamismo e diversificação às atividades econômicas, a exemplo do que foi feito pelo *Bahrain Mumtalakat Holding Company* (fundo soberano do governo do Reino do Bahrain), que comprou 30% do *McLaren Group*, para desenvolver a indústria de alumínio no país. Não é demais lembrar que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro tem como uma das justificativas para sua criação, a busca por formas de diversificação da base produtiva do estado e a construção de um futuro para além do petróleo. A íntegra das justificativas que sustentaram a iniciativa de criar o FSERJ encontra-se no Anexo E.

A utilização do FSERJ com horizonte de longo prazo poderia ser dirigida para a promoção de *catching-up* do Estado do Rio de Janeiro, tendo o Estado de São Paulo, que é o mais industrializado do país, como inspiração para o alcance da convergência. A literatura mostra que é evidente que a economia do Estado de São Paulo apresenta dinamismo e diversificação que são muito peculiares e fruto, em grande medida, de acontecimentos históricos, amplamente apresentados no primeiro capítulo, que vão desde vicissitudes ligadas a chegada e permanência da família real em 1808 até a perda da capitalidade em 1960, passando pela derrocada da economia do café em terras fluminenses. Com isso, fica claro que inexistente a ideia de criar uma espécie de “Nova São Paulo” localizada ao norte, mas sim, usar de forma construtiva os inúmeros exemplos que aquele estado pode oferecer. Aumentar o dinamismo da economia fluminense colaboraria para que a complementaridade entre as duas maiores economias do Brasil fosse incrementada.

Para Abramovitz (1986), quanto maior for a lacuna tecnológica e, portanto, de produtividade entre líder e seguidor, maior será o potencial do seguidor para o crescimento da produtividade e, em igualdade de circunstâncias, mais rápida se espera que a taxa de crescimento do seguidor seja.

Considerando as perdas que o ERJ sofreu ao longo dos anos, desde pontos que envolvem a transferência da capital para Brasília em 1960, passando pela perda de eventos profissionais

e esportivos, esvaziamento do mercado financeiro e redução da pujança industrial, pensar em catching-up regional de forma estrutural e estruturante se coloca como uma opção plausível.

Dito isso, em um momento futuro, o ERJ poderia entrar em um círculo virtuoso onde haveria relação causal positiva entre a taxa de crescimento da produtividade na indústria e a taxa de crescimento da produção do estado, via crescimento da demanda agregada.

O Fundo Soberano será útil tanto para diversificar a estrutura econômica do estado quanto para estimular investimentos como instrumento anticíclico, conforme incisos II (mitigar a volatilidade e a instabilidade dos fluxos de arrecadação provenientes de indenizações pela exploração do petróleo e gás natural) e V (proteger o orçamento e a economia fluminense do excesso de volatilidade das receitas oriundas de Royalties do Petróleo) do primeiro artigo da Lei Complementar 200/2022.

O Rio de Janeiro não pode deixar passar mais uma boa oportunidade, da mesma forma que ocorreu com a perda da hegemonia econômica em função do esvaziamento da economia cafeeira. Os recursos oriundos dos royalties do petróleo precisam ser usados para diminuir a dependência daqueles recursos, diversificando a atividade econômica do estado em busca de desenvolvimento social e econômico. O FSERJ apresenta-se como um instrumento com os critérios necessários, ainda que não todos, para que seja vencido um desafio historicamente posto para a sociedade fluminense: definição de uma estratégia de desenvolvimento para a região após a mudança da capital.

### **4.3 Apresentação do MAFS (Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos)**

Após estudar, analisar e avaliar vários instrumentos globalmente consagrados pela indústria de Fundos Soberanos, conforme exposto no capítulo 3, é razoável que surja uma pergunta por parte do leitor: “Por que não identificar, dentre os instrumentos apontados, o mais próximo à realidade do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e aplicá-lo?”. Esta ação poderia ser implementada sem maiores dificuldades, tendo em vista sua rapidez e praticidade, entretanto, analisando os instrumentos já desenvolvidos de forma mais atenta, é possível concluir que a aderência daqueles instrumentos a um fundo soberano regional é superficial. 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.

É relevante registrar que, até onde eu tenha conhecimento, não há uma ferramenta que possa ser utilizada exclusivamente por Fundos Soberanos Regionais. Há ferramentas que podem se adequar em algum ponto ou em outro, nunca na totalidade.

O Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, assim como os demais FS regionais sediados no Brasil, precisa ser constantemente monitorado e avaliado se tiver o intuito de entrar no clube dos fundos de classe mundial. O compromisso com os princípios de governança e transparência é um ponto sobre o qual não há margem para negociações.

Ressalto que todos os mecanismos de avaliação pesquisados são passíveis de críticas, o que não inviabiliza sua aplicação em hipótese alguma. Cada pessoa ou grupo de pessoas que desenvolveu um determinado instrumento o fez tendo propósitos, objetivos e fundamentação técnica distintos. Comparar as diversas ferramentas e tentar classificá-las com rótulos do tipo

“bom”, “ruim” ou “razoável”, talvez não seja o mais profícuo dos exercícios e vai além dos meus propósitos.

A avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro precisa ser conduzida de acordo com preceitos técnicos adequados, o que será feito por meio de um instrumento pensado de acordo com a realidade brasileira. A tentativa de adequar um instrumento alheio às características da nossa realidade não seria o caminho mais adequado. É preciso ir além.

#### **4.3.1 Por que criar o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos?**

Até onde meu conhecimento alcança, o MAFS é uma inédita ferramenta para avaliação de fundos soberanos regionais, o que requer alguns cuidados. Se por um lado há a certeza de estar agregando valor à ciência, por outro há a responsabilidade de apresentar um instrumento cuja aplicabilidade não implique na necessidade de conhecimentos técnicos específicos.

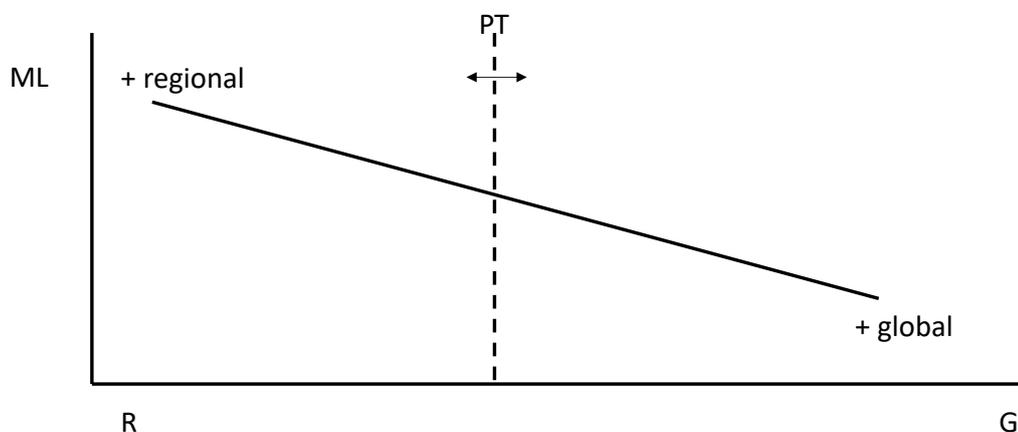
A versão apresentada nesta dissertação deve ser interpretada como o ponto de partida. Dada a natureza do MAFS, é de se esperar que ele seja constantemente avaliado e que novos pontos sejam inseridos, bem como outros pontos podem ser substituídos e até mesmo excluídos da ferramenta. A ferramenta não é estática e não há pretensão de que seja o ‘estado da arte’ em ferramentas de avaliação de fundos soberanos. É preciso avançar sempre e é isso que espero que ocorra com o MAFS.

Ao elaborar o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos, a ideia central era criar uma ferramenta de avaliação que primasse pela facilidade de compreensão por parte dos interessados no tema “Fundos Soberanos”, além disso, a interpretação dos resultados deveria ser de fácil entendimento, ou seja, o instrumento precisa ser facilmente utilizável e testável por pessoas com conhecimentos técnicos básicos.

Um ponto importante no desenvolvimento da ferramenta reside no fato de que fundos soberanos regionais apresentam um Horizonte de Monitoramento Local maior, conforme retratado na figura 7. 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 em 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, IFSWF, 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 extremidades indica que PT pode se mover para a direita ou para a esquerda em função de cada FS ter um Ponto de Transição diferente do outro. Não há uma regra nem é possível estabelecê-la.

**Figura 7 - Horizonte de Monitoramento Local**



Fonte: Elaboração Própria.

Entender o Horizonte de Monitoramento Local de um Fundo Soberano, ainda que não quantificável, pelo menos até o momento, foi fundamental para o desenvolvimento do MAFS. Como o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro foi lançado oficialmente no início de 2022 e tem atestado na Lei Complementar 200 que é de cunho desenvolvimentista local, seu nível de monitoramento local é elevado, o que se mostra como um argumento adicional para a utilização do MAFS.

Para ser bem sucedido, um instrumento para avaliação de fundos soberanos 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.

Cabe notar que o MAFS foi desenvolvido para ser utilizado exclusivamente por fundos soberanos regionais. Por essa razão 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.

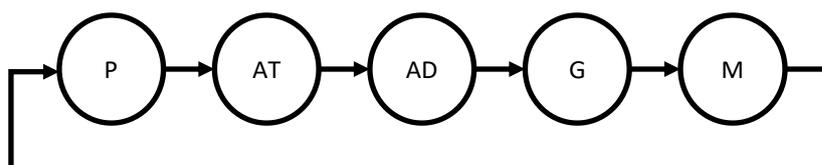
#### **4.3.2 Como o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido**

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido a partir do esboço manuscrito de uma ferramenta que teve as demais ferramentas, todas detalhadas no capítulo 3, como inspiração, o que pode ser chamada de ideia bruta. Durante esse processo foram identificados os pontos fortes e fracos de cada uma das ferramentas citadas para que o modelo que eu viria a propor fosse totalmente aderente à realidade do Rio de Janeiro. Essa aderência não implica nenhuma espécie de subordinação da ferramenta em relação ao FSERJ.

Na sequência foi feita uma revisão nos fundamentos e nas estruturas administrativa e de gestão, tendo a Lei Complementar nº 200, de 02 de março de 2022, como base. Essa revisão

permitiu a construção da lógica de operação do FSERJ, segundo o esquema 1, onde podemos observar a sequência de cinco Macro Ações (P: Planejar; AT: Alocação Temporária; AD: Alocação Definitiva; G:Gerir, e M:Monitorar). O esquema indica que a lógica de operação se retroalimenta, ou seja, a primeira rodada começa com o planejamento, seguido da alocação temporária, alocação definitiva, gestão e monitoramento, que por sua vez serve de insumo para a segunda rodada, começando pelo planejamento e assim sucessiva e indefinidamente, durante o tempo de operação em que o fundo soberano estiver ativo.

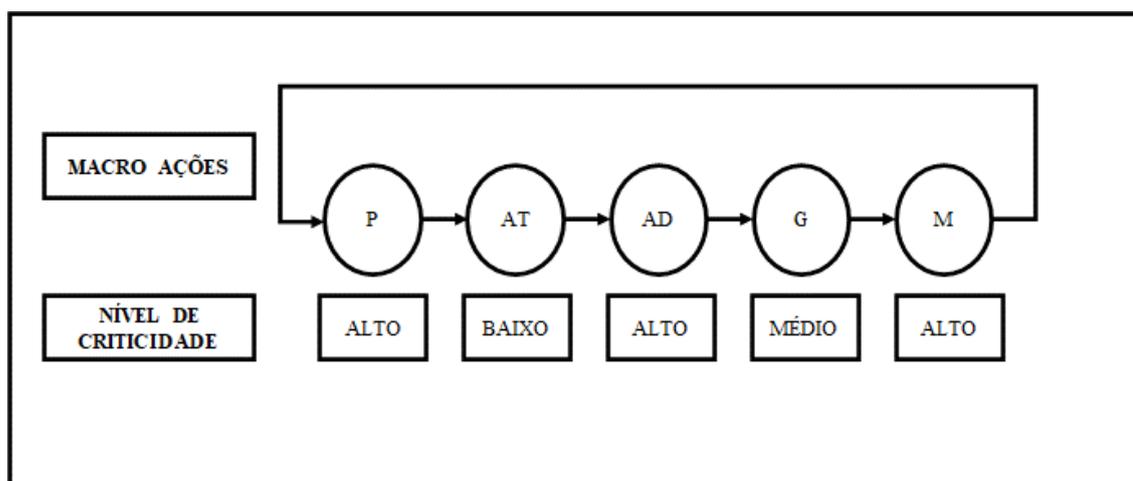
**Esquema 1 - Lógica de Operação do FSERJ**



Fonte: Elaboração Própria.

Após a elaboração da Lógica de Operação do FSERJ, foi atribuído um nível de criticidade a cada uma das cinco Macro Ações, conforme detalhado no esquema 2. A Macro Ação planejamento apresenta um nível de criticidade alto, enquanto alocação temporária de recursos é uma macro ação de criticidade baixa. Por outro lado, a alocação definitiva de recursos é algo de alta criticidade. As atividades de gestão são de média criticidade e o monitoramento de alta.

**Esquema 2 - Macro ações do FSERJ e Nível de Criticidade**



Fonte: Elaboração Própria.

Cabe observar que cada uma das cinco macro ações apresentadas na figura acima, à saber, “Planejar”, “Alocar temporariamente”, “Alocar definitivamente”, “Gerir” e “Monitorar” se desdobram em uma ampla gama de outras ações menores, mas nem por isso menos importantes. Esse nível de detalhamento vai além do propósito deste capítulo, mas para facilitar o entendimento é relevante considerar que a macro ação “Planejar”, se desdobra nas seguintes ações:

- discutir a política estratégica de aplicação dos recursos;
- elaborar o planejamento estratégico a ser apresentado ao Conselho Consultivo;
- analisar as prioridades de investimento e o respectivo resultado esperado;
- debater as áreas prioritárias de investimentos e desenvolvimento tecnológico;
- proposição, ao Conselho, das diretrizes de alocação e de risco dos investimentos realizados com recursos do Fundo, bem como o portfólio referencial de rentabilidade;
- proposição, ao Conselho, das diretrizes de governança, transparência e compliance (integridade) do Fundo, inclusive a disponibilização de relatórios e instrumentos de controle social relativos às aplicações financeiras, às participações societárias e demais inversões financeiras realizadas com os recursos do Fundo;
- planejamento, coordenação e controle das atividades ligadas à gestão orçamentária, financeira e contábil do Fundo, incluindo as prestações de contas anuais;
- elaborar a proposta orçamentária para o Fundo;
- propor ao Conselho as diretrizes de alocação e risco dos investimentos realizados com recursos do Fundo, bem como o portfólio referencial de rentabilidade, em parecer;
- manifestar-se previamente sobre as propostas e sobre os documentos encaminhados ao Conselho, nos termos de resolução do conselho;
- monitorar a evolução econômica do país e os resultados dos investimentos do Fundo documentando os principais fatores determinantes da rentabilidade observada e os desvios dos cenários previstos em relação ao ocorrido e da rentabilidade, e
- demais atividades indispensáveis à gestão do Fundo, inclusive a definição das diretrizes das aplicações financeiras, visando à maximização dos rendimentos e a minimização do nível de risco daquelas aplicações.

Todas as ações previstas na Lei Complementar 200 foram devidamente mapeadas e inseridas no fluxo de macro ações.

Ainda de acordo com a LC 200, foram mapeados todos os agentes que terão interação direta com o FSERJ em cada uma das cinco macro ações, desde secretários de Estado até procuradores gerais do Estado, passando por reitores de universidades e conselheiros. Esses são classificados como “agentes internos”, conforme tabela 13.

**Tabela 13 - Mapeamento de Agentes Internos**

MACROAÇÕES	PLANEJAR	ALOCAR TEMPORARIAMENTE	ALOCAR DEFINITIVAMENTE	GERIR	MONITORAR
	CCFS	CGFS		CGFS	CGFS TCE
AGENTES INTERNOS	Conselho Gestor	Secretarias de Estado		Secretarias de Estado	Secretarias de Estado
	Secretaria executiva	AgeRio		AgeRio	AgeRio
	Inst. Ciência e Tecnologia	Procuradoria Geral do Estado		Procuradoria Geral do Estado	Procuradoria Geral do Estado
	Universidades	ALERJ		ALERJ	ALERJ
	Prefeituras Fluminenses	Inst. Ciência e Tecnologia		Inst. Ciência e Tecnologia	Inst. Ciência e Tecnologia
	ALERJ	Reitores		Reitores	Reitores
	Entidades empresariais	Entidades empresariais, da indústria, comércio e TI.		Entidades empresariais, da indústria, comércio e TI.	Entidades empresariais, da indústria, comércio e TI.
	BNDES	Suplentes		Suplentes	Suplentes
	FINEP				
	Agentes ocultos	Agentes ocultos	Agentes ocultos	Agentes ocultos	Agentes ocultos
CGFS	Conselho Gestor do Fundo Soberano		SEDE	Secretaria de Estado de Desenv. Econômico, Energia, e Relações Intern.	
CCFS	Conselho Consultivo do Fundo Soberano		SEDE/AR	SEDE + AgeRio	

Fonte: Lei Complementar nº200 (2022). Elaboração Própria.

A tabela 14 retrata que mapeamento semelhante foi realizado considerando os “agentes externos”, que são consultores, advogados, políticos, lobistas, bancos e outros agentes como empresas de viagem, empresas de informática e agências de publicidade, por exemplo.

**Tabela 14 - Mapeamento de Agentes Externos**

MACROAÇÕES	PLANEJAR	ALOCAR TEMPORARIAMENTE	ALOCAR DEFINITIVAMENTE	GERIR	MONITORAR	
AGENTES EXTERNOS	Consultorias	Consultorias	Consultorias	Consultorias	Consultorias	
	Escritórios de advocacia					
	Universidades privadas					
	Universidades públicas					
	Afilhados	Afilhados	Afilhados	Afilhados	Afilhados	
	Políticos	Políticos	Políticos	Políticos	Políticos	
	Lobistas	Lobistas	Lobistas	Lobistas	Lobistas	
	Bancos	Bancos	Bancos	Bancos	Bancos	
			Construtoras	Agência de viagem	Empresas de plano de saúde	
				Empresas de informática	Agências de publicidade	
			Empresas de comunicação	Assessoria de imprensa		
	Outros agentes					

Fonte: Elaboração Própria.

Na sequência foi realizado um mapeamento com os potenciais riscos que poderiam ser originados por cada um desses agentes, o que podemos ver na tabela 15. Através da aplicação do Princípio de Pareto foram identificados os riscos com maior potencial ofensor.

**Tabela 15 - Mapeamento de Riscos**

MACROAÇÕES	PLANEJAR	ALOCAR TEMPORARIAMENTE	ALOCAR DEFINITIVAMENTE	GERIR	MONITORAR
	PSD e/ou SF	PSD e/ou SF	PSD e/ou SF	PSD e/ou SF	PSD e/ou SF
MAIORES RISCOS	IP	IP	IP	IP	IP
	Alocação Inadequada	Alocação Inadequada	Alocação Inadequada	Alocação Inadequada	
	PSD e/ou SF IP	Produto ou serviço desnecessário e/ou superfaturado Indicações políticas			

Fonte: Elaboração Própria.

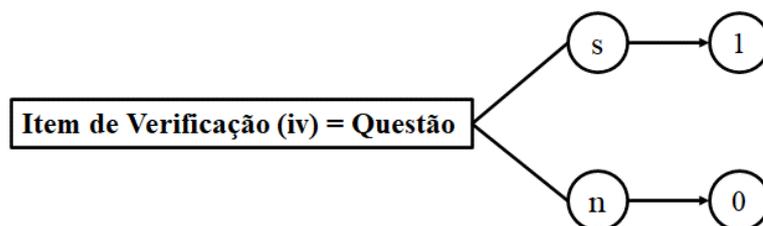
O passo seguinte foi identificar as contramedidas para lidar com cada um dos potenciais riscos mapeados. É necessário contar com uma auditoria externa independente e ter um quadro claro de responsabilização para todos os agentes internos. Essas medidas têm o poder de atenuar o avanço dos agentes em direção ao patrimônio do fundo soberano.

A etapa seguinte consistiu na identificação de pontos a serem verificados para que fosse possível atestar se o Fundo Soberano estava cumprindo o papel para o qual foi construído, o que poderia ser feito através da aplicação de questões que cobrissem os tópicos pertinentes. No primeiro momento havia 41 questões que deveriam ser respondidas para atestar a qualidade técnica do FSERJ. No segundo momento o total de questões caiu para 36 e no terceiro para 28. Ao final desta etapa havia um total de 20 questões, que fazem parte da estrutura final do MAFS e que são chamadas de itens de verificação (iv).

### 4.3.3 Apresentação do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos

O MAFS é uma ferramenta composta por 20 itens de verificação (iv) que precisam ser respondidos necessariamente de forma fechada, isto é, 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, conforme esquema 3. Todos os 20 itens de verificação têm o mesmo peso.

**Esquema 3 - Pontuação dos Itens de Verificação**



Fonte: Elaboração Própria.

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 foi definido que não serão atribuídos pontos decimais em nenhum item de verificação, ainda que uma determinada ação esteja sendo implementada.

Antes de avançarmos na compreensão do funcionamento do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos é importante destacar que este é um instrumento dinâmico que visa a avaliar veículos de investimentos inseridos em um mercado dinâmico e em constante transformação, o que redundará na necessidade de constante avaliação do MAFS com o objetivo de mantê-lo atualizado às alterações políticas, econômicas, sociais e jurídicas. O quadro 1 mostra a primeira versão (v1) do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos. 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', podendo variar entre zero (mínimo de pontos) e 20 (máximo de pontos). No retângulo inferior direito é computado o percentual de pontos obtidos.

## Quadro 1 - MAFS - 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)										$\% \text{ Pontos} = n^\circ \text{ de pontos} / 20$									

Fonte: Elaboração Própria.

A avaliação do retorno financeiro proporcionado pelo MAFS é fundamental para a aferição do desempenho do fundo, o que deve ser feito em conjunto com aspectos que confirmem a utilização do FSERJ como um instrumento de desenvolvimento social e econômico, entretanto, tal avaliação está fora do âmbito de atuação do modelo apresentado e poderá ser realizada em outras frentes de pesquisa e trabalho.

Os itens de verificação são:

### **Iv1 - O Fundo Soberano dispõe de procedimento para alterar sua estrutura?**

Para que um fundo soberano possa estar alinhado às mudanças econômicas, políticas e sociais é importante que sua estrutura (gestão, governança, transparência e investimentos) não seja apenas avaliada, mas também alterada com relativa facilidade. Ser flexível a mudanças é fundamental para que o FS seja atualizado em função de mudanças estruturais no contexto externo ao fundo. Isso é importante para atenuar o risco do fundo ter uma estrutura arcaica. É importante notar que as alterações no fundo não podem ser feitas em função de mandatos políticos, por exemplo.

Os pontos considerados pétreos não devem ser passíveis de alterações. No caso do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, os pontos pétreos são representados por suas seis finalidades, conforme seção 4.2.1 desta dissertação.

### **Iv2 - Há código de ética/conduta aplicável a todos os participantes?**

É necessário aplicar um Código de ética e de conduta que seja desenvolvido de acordo com as especificidades do Fundo Soberano e que seja aplicável a todos os profissionais, membros do conselho e partes interessadas. O Código deve ser rigoroso e deve prever os comportamentos admissíveis e precisa prever a denúncia de irregularidades quando o Código for violado.

### **Iv3 - Prática política de conflito de interesses?**

A política de conflito de interesses, também aplicável a todos participantes, é mais uma camada de segurança no sentido de atenuar influências que eventualmente afetem os propósitos do Fundo Soberano, ainda que de forma involuntária.

### **Iv4 - Está claro que nenhum gestor/conselheiro têm filiação política?**

Ainda que em um ambiente democrático não haja impedimento legal para que gestores e conselheiros com filiação partidária atuem em Fundos Soberanos, essa prática é desaconselhável. Ela não é ilegal, mas pode ser antiética.

Pesquisas acadêmicas mostram os prejuízos financeiros que políticos podem causar se eles forem permitidos a se intrometer (demais) nas decisões de investimentos (Romano, 1993).

### **Iv5 - Há participação da sociedade civil nas atividades do fundo?**

A participação da sociedade civil nas atividades de um Fundo Soberano não impede, mas atenua a tomada de decisões com vieses de grupo, o que o psicólogo Irving L. Janis (1971) chama de *groupthink*. O pensamento de grupo pode acarretar em decisões inadequadas ou irracionais que afetarão a performance do FS.

Além de atenuar os efeitos acima descritos, a participação da sociedade civil é uma prática que diminui a incidência de ações de impacto negativo para o FS e conseqüentemente para a sociedade, que ao fim e ao cabo, é proprietária do fundo.

O Fundo Soberano deve envolver a sociedade civil como um dos meios de assegurar legitimidade de longo prazo pois ao contar com o apoio do público, dificilmente o FS será forçado a vender ou sair de algum investimento antes da sua maturação, o que eventualmente incorreria em assunção de prejuízos econômicos, financeiros e morais. A literatura mostra que prejuízos morais podem ter efeitos devastadores para um Fundo Soberano.

### **Iv6 - O propósito do fundo é amplamente divulgado para a sociedade, ainda que apenas através do site próprio do FS?**

Adotar ações necessárias e suficientes para que a sociedade conheça os propósitos de um Fundo Soberano atende a três pontos distintos: a) a sociedade é proprietária do FS, b) o envolvimento da sociedade é maior quando há conhecimento de uma iniciativa, e c) prover a sociedade de conhecimento sobre questões que envolvem as finanças é um princípio de lisura.

Outro ponto relevante é o alcance da legitimidade que um Fundo Soberano precisa exercer. Além da questão do propósito, a legitimidade pode ser incrementada através da demonstração do desempenho do fundo e de ações que envolvam a sociedade, como palestras em escolas. É fundamental que a sociedade entenda o custo de oportunidade, pois é comum haver questionamentos sobre a existência de recursos para investir no mercado financeiro (para o caso dos FS que fazem esse tipo de investimento) e a falta de recursos para aquisição de insumos básicos para hospitais, por exemplo.

A observação sobre a divulgação do propósito do FS através do site se justifica em função do elevado custo de divulgação em mídia impressa.

**Iv7 - Os gestores têm experiência para ocupar a função?**

Em sociedade avançadas, que invariavelmente detém Fundos Soberanos que adotam práticas avançadas, cargos e funções são desempenhados por profissionais com capacidade, formação técnica e experiência na área apropriada. Não é razoável que determinadas atividades sejam conduzidas por pessoas que não tenham experiência, mas que sejam indicadas segundo critérios políticos.

**Iv8 - Há regras claras sobre investimentos, participações, retiradas (saques) e despesas operacionais?**

Ainda que este ponto seja intuitivo, o que dispensaria maiores esclarecimentos, é preciso deixar claro que há necessidade de criação/aplicação de dispositivos que impeçam a utilização de recursos do Fundo Soberano para propósitos cujo resultado não agregará valor de nenhuma ordem.

**Iv9 - Há quadro de governança que estabeleça de forma clara os papéis e responsabilidades de cada membro?**

O Fundo Soberano precisa dispor de instrumentos que permitam a pronta identificação das atribuições e responsabilidade de cada membro, através de Políticas Organizacionais, Regulamentos, Organogramas, Procedimentos Operacionais e Padrões.

**Iv10 - Há quadro de responsabilização pelas operações do fundo?**

Identificar atribuições e responsabilidades de cada membro do Fundo Soberano não é suficiente. É necessário que haja um quadro de responsabilização claro, objetivo e aplicável sem margens para interpretações dúbias que impeçam a adoção de medidas práticas.

**Iv11 - As metas do Fundo Soberano estão claramente definidas e divulgadas?**

Para que a gestão do Fundo Soberano permita o alcance de resultados positivos é imprescindível que as metas sejam tecnicamente definidas e divulgadas de forma adequada não somente para a sociedade, mas também para os participantes internos do FS.

#### **Iv12 - O fundo contempla investimentos estruturantes?**

Para assegurar que haja desenvolvimento local e não apenas ganhos financeiros, que podem ser auferidos através de instrumentos de investimentos em ativos financeiros disponibilizados tanto pelo mercado financeiro quanto pelo mercado de capitais, o FS deve realizar investimentos em ativos estruturantes.

#### **Iv13 - Os investimentos estruturantes são amparados em estudos que comprovem impacto positivo na economia regional?**

Como o propósito do FSERJ é financiar a promoção do desenvolvimento social e econômico do Estado do Rio de Janeiro é importante que todas as alocações de investimentos estruturantes sejam concretizadas com o devido amparo técnico, por meio de análise de viabilidade econômica, que confirme o impacto positivo na economia regional.

#### **Iv14 – A gestão de riscos é conduzida por profissional com comprovada formação técnica e experiência compatíveis com a função?**

Todos os instrumentos de investimentos, que lidam com recursos próprios ou de terceiros, precisam ter especial atenção a gestão de riscos. A alocação de investimentos tecnicamente amparada não é suficiente.

#### **Iv15 – O Fundo Soberano dispõe de profissional especialista em análises econômicas?**

A tomada de decisão baseada em análises financeiras e pareceres técnicos elaborados por terceiros deixa o Fundo Soberano vulnerável à visão externa, que pode conter vieses. O adequado é que haja um especialista interno.

#### **Iv16 – Os investimentos consideram os impactos ambientais?**

A alocação de investimentos realizados pelo Fundo Soberano precisa considerar os impactos ambientais que eventualmente ocorram.

#### **Iv17 – O Fundo Soberano tem site próprio com informes, notícias e informações financeiras atualizadas e de fácil acesso?**

Ainda que seja óbvio, este ponto costuma não receber a devida atenção por parte dos Fundos Soberanos. Além de contar com um site próprio com todos os informes e informações atualizados, é fundamental que o acesso às informações esteja disponível sem burocracias ou exigências que visem desestimular a pesquisa, ainda que de forma velada. Este item de

verificação tem íntima ligação com o iv5, que trata da participação da sociedade civil e do iv6, que aborda a questão da divulgação dos propósitos do fundo soberano.

**Iv18 – As demonstrações financeiras são elaboradas de forma clara e em conformidade com as normas contábeis vigentes?**

As demonstrações financeiras precisam ser elaboradas de acordo com as normas padrão vigentes. Isso é fundamental para que a sociedade (cidadãos, pesquisadores, mídia, estudantes) possa comparar o resultado de fundos distintos e realizar os devidos questionamentos, quando cabíveis.

**Iv19 - O fundo é auditado anual e trimestralmente?**

A realização de auditorias apenas com periodicidade anual pode dificultar a adoção de ações necessárias para reverter eventuais problemas, ainda que tenham sido causados de forma involuntária.

**Iv20 – Está prevista a atuação de auditorias externas privadas em sistema de rodízio?**

Contar com empresas de auditoria independentes e que, de preferência atendam ao princípio de rodízio entre elas, para evitar atenuar o risco de vieses é uma prática fundamental para aumentar a confiança da sociedade em relação a um Fundo Soberano.

**4.4 Resultados da análise: Avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro**

Antes de apresentar a avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro com a utilização do MAFS cabe observar alguns pontos importantes que facilitarão o entendimento dos resultados. Como já apontado, o MAFS é composto por 20 Itens de Verificação em forma de perguntas. As respostas foram obtidas através da realização de pesquisa na internet, tendo em vista a inexistência de material impresso (acadêmico ou para consulta geral) sobre o FSERJ.

Como o objetivo é apresentar uma ferramenta que possa ser amplamente utilizada, é necessário que as respostas possam ser obtidas sem maiores dificuldades. Para atender a este propósito não caberia lançar mão de expedientes que fugissem ao padrão simples de obtenção de informações tais como contatar algum político que tenha participado da elaboração do FSERJ, cuja relação de nomes consta na Lei Complementar 200, ou ainda, enviar mensagem a algum órgão que tenha participação na gestão do FSERJ solicitando informações. É razoável crer que qualquer dessas ações permitiria a obtenção da resposta, mas fugiria aos propósitos do trabalho.

Estava ciente de que essa postura poderia impactar negativamente a análise do fundo, mas é necessário atentar para o fato de que o mundo se torna menos analógico (e mais digital) a cada dia e se uma informação de interesse público, como é o caso de um Fundo Soberano, não estiver disponível na internet, isso pode ser um indicador de falta de transparência, ainda que seja totalmente pertinente o argumento de que a falta de transparência seja involuntária. Não me cabe fazer qualquer julgamento que envolva aspectos subjetivos.

Não foram feitas suposições de nenhuma natureza na checagem dos Itens de Verificação. Quando a resposta ao item verificado foi positiva, o ponto foi atribuído. Quando a resposta foi negativa ou não estava disponível ao alcance da pesquisa básica, 0 (zero) foi computado.

Na primeira rodada de avaliação, dos 20 itens de verificação, apenas 3 tiveram pontuação, conforme mostrado no quadro 2. São eles: “iv12 - O fundo contempla investimentos estruturantes?”, “iv15 – O Fundo Soberano dispõe de profissional especialista em análises econômicas?”, e “iv16 - Os investimentos consideram os impactos ambientais?”.

**Quadro 2 - MAFS - 2022**

MAFS - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos 2022																			
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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0
Pontos: 3										% Pontos = n° de pontos/20 = 15%									

Fonte: Elaboração Própria.

Ao analisar os resultados foi constatado que o percentual de pontos alcançado foi de 15%, ou seja, dos 20 possíveis pontos (que seriam alcançados se todos os Itens de Verificação tivessem pontuado), apenas 3 pontos foram conquistados, o que leva a reflexão sobre a forma em que o FSERJ foi avaliado pelo MAFS e se não teria havido rigor excessivo. Assim, seria necessário fazer uma nova avaliação, só que agora a avaliação teria que ser feita sob outra ótica. Essa tarefa não seria das mais complexas. Considerando que o FSERJ foi lançado em março de 2022 (no momento em que escrevo, isso significa que o fundo tem apenas 8 meses), me parece ser demasiado cedo para checar determinados itens de verificação.

Repassados todos os 20 iv's de forma criteriosa, cuidando para manter o rigor e não ser influenciado por supostos vieses em função da primeira avaliação do fundo ter mostrado uma pontuação frustrante, foram identificados três itens cujas avaliações não se mostraram pertinentes. O item de verificação 13 questiona: “Os investimentos estruturantes são amparados em estudos que comprovem impacto positivo na economia regional?” Não é razoável avaliar o FSERJ considerando este item porque ainda não houve tempo suficiente para que a checagem pudesse ser realizada. Raciocínio semelhante pode ser aplicado ao item de verificação 18, que pergunta: “As demonstrações financeiras são elaboradas de forma clara e em conformidade com as normas contábeis vigentes?” e ao item 19 (“O fundo é auditado anual e trimestralmente?”).

Por outro lado, há itens que ainda não tiveram tempo de ser observados na prática, mas que serão mantidos na segunda avaliação em função de sua resposta ser prevista na Lei Complementar nº 200. O Item de Verificação nº 5 questiona: “Há participação da sociedade civil nas atividades do fundo? Ainda que as atividades do FSERJ não estejam sendo desempenhadas em sua plenitude, não há previsão legal para a participação da sociedade civil em suas atividades, por isso o item foi mantido.

A diferença é que agora serão considerados apenas os Itens de Verificação que não sofressem influência do fator tempo. Em outras palavras, o item de verificação 13 (Os investimentos são amparados em estudos que comprovem impacto positivo na economia regional?) ainda não pode ser verificado. A resposta para esta questão será dada com o tempo. Apenas no momento em que o primeiro investimento estruturante tiver em via de ser concretizado é que será possível verificar com segurança se houve estudos que comprovassem o impacto. O mesmo raciocínio é aplicado ao iv 18 (As demonstrações financeiras são elaboradas de forma clara e em conformidade com as normas contábeis vigentes?) e iv 19 (O fundo é auditado anual e trimestralmente?)

Resumindo: na segunda avaliação, dos 20 iv’s originais, três foram excluídos e 17 foram mantidos para serem avaliados, o que deu origem ao ‘MAFS ajustado’, cujo resultado pode ser verificado no quadro 3.

**Quadro 3 - MAFS 2022 - ajustado**

MAFS - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos 2022 (ajustado)																			
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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	na	0	1	1	0	na	na	0
Pontos: 3										% Pontos = n° de pontos/17 = 18%									

na: não aplicável

Fonte: Elaboração Própria.

O ‘MAFS ajustado’ desconsidera três itens de verificação (iv13, iv18 e iv19), o que faz com que o percentual de pontos suba de 15% na primeira avaliação para 18% na segunda. Ainda que não seja possível estabelecer um patamar mínimo para classificar o FSERJ com base na avaliação feita com o MAFS, o alcance de menos de um quinto dos pontos possíveis não parece ser um grande feito.

Para testar se a baixa pontuação obtida pelo FSERJ seria causada por eventual rigor excessivo do ‘MAFS ajustado’, uma nova rodada de avaliações precisou ser feita, só que agora através das ferramentas apresentadas no capítulo 3.

Do total de seis ferramentas apresentadas (“GSR Scoreboard”, “One Planet Index”, “Princípios de Santiago”, “Santiago Compliance Index”, “LMTI” e o “Scoreboard do Truman”), três não serão utilizadas. O “One Planet Index” e os “Princípios de Santiago” não contemplam itens de verificação em sua estrutura, sendo ferramentas de cunho mais orientativo.

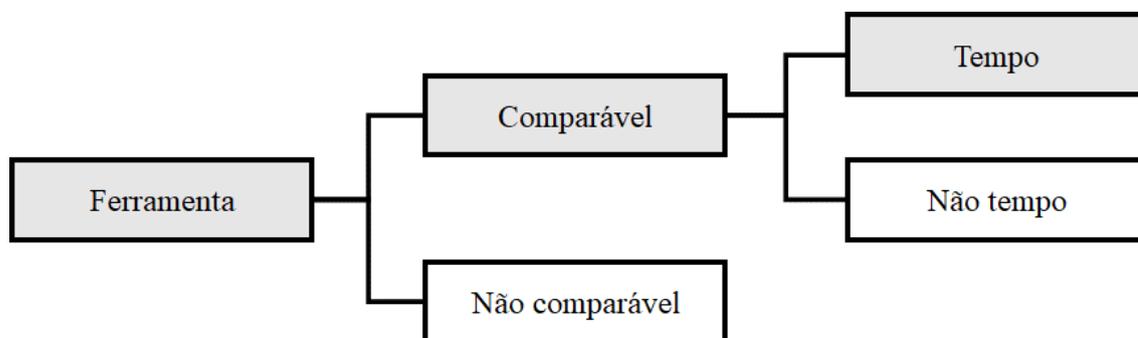
O Santiago Compliance Index é uma ferramenta que foi criada para avaliar as razões que poderiam explicar o grau de desigualdade na implementação dos Princípios de Santiago, ou seja, não há sentido em utilizá-la para avaliar o FSERJ.

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, ou seja, nenhuma delas é comparável ao MAFS, o que não chega a inviabilizar sua utilização para avaliar o FSERJ desde que sejam feitas algumas adequações para que as ferramentas possam ser comparáveis.

O esquema 4 mostra a lógica utilizada para fazer tais adequações. Partindo de cada uma das três ferramentas de forma isolada, foram identificados os itens de verificação que eram comparáveis aos itens de verificação que constam na estrutura do MAFS. Isso poderia resolver a questão, mas é preciso lembrar que o tempo de operação do FSERJ (apenas 8 meses) não é suficiente para que todos os itens de verificação sejam checados de forma técnica. O passo seguinte foi identificar os itens que eram influenciados pelo fator tempo para que pudessem ser avaliadas sem nenhum tipo de viés. Os itens das três ferramentas que não são comparáveis e são influenciados pelo fator tempo não foram considerados para avaliar o FSERJ. Em outras palavras, foram avaliados os itens em comum nas quatro ferramentas. Dessa forma a comparabilidade estaria assegurada sem nenhum tipo de viés.

Houve o cuidado de excluir pontos ligados a questões macroeconômicas, globais, de performance financeira e questões legais, tendo em vista que o FSERJ não é um fundo global e o MAFS não considera os pontos citados.

**Esquema 4 - Esquema de avaliação das ferramentas**



Fonte: Elaboração Própria.

A tabela 16 sintetiza o resultado das adequações realizadas nas três ferramentas para que pudessem ser utilizadas para avaliar o FSERJ sem interferências dos itens de verificação que foram estabelecidos tendo os Fundos Soberanos Globais como objeto de análise. O Scoreboard original tem 33 itens de verificação. Após o primeiro ajuste, que visa isolar os itens de verificação não comparáveis ao MAFS, apenas 8 itens permaneceram. Após o segundo ajuste, que visa desconsiderar os itens que são influenciados pelo tempo de operação do FSERJ, restaram 5 itens que serão utilizados para analisar o FSERJ. O mesmo raciocínio é utilizado

para o GSR, que dos 25 itens originais, restaram 8. No caso do LMTI, que conta com 10 itens de verificação na versão original, apenas 2 itens permaneceram após o segundo ajuste.

**Tabela 16 - Adequação das ferramentas ao MAFS**

	<b>MAFS</b>	<b>Scoreboard</b>	<b>GSR</b>	<b>LMTI</b>
<b>iv originais</b>	20	33	25	10
<b>1º ajuste</b>	-	8	10	3
<b>2º ajuste</b>	17	5	8	2

Fonte: Elaboração Própria.

No momento em que as quatro ferramentas haviam sido adequadas para que pudessem ficar comparáveis, as avaliações foram realizadas. A tabela 17 mostra os resultados apurados após a avaliação feita através de cada uma das ferramentas de forma isolada.

**Tabela 17 - Avaliação do FSERJ: 4 ferramentas**

	<b>MAFS</b>	<b>Scoreboard</b>	<b>GSR</b>	<b>LMTI</b>
<b>pts possíveis</b>	17	5	8	2
<b>pts</b>	3	1	3	1
<b>% pts</b>	18%	20%	38%	50%

Fonte: Elaboração Própria.

O resultado da avaliação através do MAFS já foi discutido acima. Ao analisar o FSERJ por meio do Scoreboard, dos cinco pontos possíveis de serem alcançados, apenas 1 ponto foi computado uma vez que os outros itens de verificação não pontuaram, o que corresponde a 20% dos pontos. A avaliação através do GSR resultou em 38% dos pontos e pelo LMTI o resultado é de 50%.

É necessário um pouco de cautela para interpretar os resultados das avaliações. Afirmar que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro foi melhor avaliado pelo LMTI em função do percentual de pontos ter sido de 50%, ou seja, o maior dentre as quatro ferramentas, pode não ser adequado. Por outro lado, supor que o FSERJ foi pior avaliado pelo MAFS tampouco faz sentido.

Avaliar os resultados com base no número de pontos também não é o caminho mais adequado. Se assim fosse, o FSERJ estaria em melhor posição quando consideramos os pontos obtidos nas análises realizadas tanto através do MAFS quanto do GSR, ambos com três pontos.

Uma questão importante é que todas as quatro ferramentas atribuem pesos iguais para todos os itens de verificação, ou seja, o MAFS original tem 20 itens de verificação e a pontuação máxima obtida é de 20 pontos. O mesmo vale para as outras ferramentas. O Scoreboard tem 33 itens, o GSR 25 itens e o LMTI tem 10 itens. O número máximo de pontos é de 33, 25 e 10, respectivamente.

Outro ponto a ser considerado e que já foi exposto, é que o Scoreboard, o GSR e o LMTI não foram desenvolvidos para avaliar fundos soberanos regionais, ao contrário do MAFS.

Para o bem ou para o mal, o MAFS foi criado tendo a bagagem história do Estado do Rio de Janeiro como um de seus pilares, como foi amplamente apresentado no capítulo 1. Esta consideração não é privilégio da nossa ferramenta. Quando os Princípios de Santiago foram lançados, o quadro histórico que tange os países dito desalinhados (China, Rússia e Venezuela, por exemplo) foi levado em consideração, na verdade foi um dos pilares mais robustos. Alguns anos mais tarde, o GSR foi criado a partir da insatisfação que alguns agentes tinham em relação aos Princípios de Santiago. De forma declarada ou velada, as ferramentas são criadas e aperfeiçoadas considerando as vicissitudes dos fatos, que em algum momento virarão história. Isso não pode ser negado.

Obter pontuação elevada em uma determinada ferramenta não é necessariamente bom, assim como pontuação baixa não é necessariamente ruim. Esta dissertação apresenta um exercício que visa demonstrar a necessidade da adoção do MAFS como uma ferramenta para avaliar o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e porque não dizer, avaliar os demais fundos soberanos regionais. Ele pode não ser o único, mas é preciso começar.

O MAFS deve ser visto mais como um guia e menos como um Oráculo. O objetivo é que o FSERJ e os demais fundos regionais utilizem a ferramenta como uma trilha a ser seguida, nunca como um trilho. Se a primeira mostra mais ou menos por onde devemos seguir, permitindo que cada um use sua inteligência e criatividade para trilhar da forma que julgar mais adequada, o segundo é rígido, frio e inflexível.

#### **4.5 Proposta de ações para o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro**

Mesmo considerando que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro conste na constituição estadual, não existe a garantia de que essa ferramenta terá o tratamento adequado para que se torne um instrumento relevante e de longo prazo, que junto com outras iniciativas dos poderes executivo e legislativo, poderá impulsionar a economia fluminense para alcançar um patamar mais avançado que o atualmente verificado. Para tanto, é importante que o FSERJ seja visto como um componente de uma Política de Estado. No meu entendimento há uma série de medidas que precisam ser tomadas tanto no âmbito interno ao FSERJ (Medidas Intra FS) quanto no âmbito externo (Medidas Extra FS).

### **Medidas Intra FS**

As medidas Intra Fundo Soberano são todas aquelas derivadas dos 20 itens de verificação expostas na seção 4.3.3, com exceção dos itens 12, 15 e 16, cujos conteúdos o FSERJ já pratica.

### **Medidas Extra FS**

- Como o FSERJ é novo e uma estrutura de primeira linha tem custos elevados, seria adequado que as universidades públicas do Estado do Rio de Janeiro fornecessem suporte técnico. Isso seria bom para ambas as partes envolvidas.
- A realização de Planejamento Estratégico, quinquenal ou superior, deve ser posta na agenda de deliberações do FSERJ. Este estudo pode ser realizado com o suporte das universidades públicas do Estado do Rio de Janeiro.
- O FSERJ pode ser utilizado para ajudar a resgatar a imagem do Rio de Janeiro, que no decorrer dos anos vem apresentando forte desgaste em função de violência, expansão das atividades da milícia, escândalos políticos e prisão de governadores. Um Fundo Soberano de Classe Mundial colabora com o fortalecimento do *soft power* estadual.
- Associar o FSERJ a uma instituição internacional de Fundos Soberanos, como a SWFI e a IFSWF, pode funcionar como um reforço no aprimoramento de práticas de governança e transparência.
- Analisar a viabilidade da população fluminense adquirir cotas do FSERJ, como meio de envolver a sociedade e incrementar o financiamento de longo prazo.

## 4.6 Considerações finais

A proposta deste capítulo é avaliar o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro. Segundo o dicionário Aurélio, avaliar significa determinar o valor, o preço, a importância de alguma coisa. Avaliar não é das tarefas mais triviais porque coloca o avaliador no papel de juiz e decisor, o que implica em riscos inevitáveis. Avaliar algo novo como o FSERJ é algo ainda mais complexo. Avaliar algo novo por meio de uma ferramenta que precisava ser pensada e construída com o propósito de avaliar um FS se tornaria um desafio de tamanho nada desprezível.

A avaliação do FSERJ foi precedida de pesquisa que tinha como propósito a obtenção de conhecimento acerca de aspectos que em princípio podem parecer de menor vulto, mas que com o tempo se mostram imprescindíveis. Esse é o caso da gestão do Fundo Soberano. Sem o conhecimento do que é previsto na legislação não seria possível tecer nenhum juízo de valor sobre as características técnicas que diferenciam o FSERJ de seus pares, o que se mostrou fundamental em vários momentos da elaboração do trabalho, em especial para a definição dos itens de verificação que são a essência do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos.

Como mencionado anteriormente, os resultados alcançados pelo FSERJ através do MAFS não devem ser vistos como algo necessariamente negativo em função do fato de que Fundos Soberanos mais recentes tendem a apresentar um desempenho mais baixo quando comparados com os FS com histórico mais longo. Como mostrado no capítulo 3, dos 31 Fundos Soberanos monitorados desde 2007 pelo Scoreboard, todos obtiveram uma pontuação média superior no ano vigente, quando comparado com o ano imediatamente anterior. Uma avaliação inicial que está em um patamar aquém do que foi almejado pode trazer algum tipo de frustração, mas isso não significa, nem de longe, que os esforços para a elaboração do Fundo tenham sido em vão.

## CONCLUSÃO

Sendo o Rio de Janeiro o estado síntese do Brasil, seja em função de ter sido o local onde a nação foi fundada em 1822 ou por ter sido capital do país por quase dois séculos, tanto o poder público quanto a população fluminense habituaram-se a ser o centro das atenções, destino para o qual tudo de positivo convergia naturalmente, quase como uma obra divina, afinal de contas, o setor governo representou grande parte da geração de emprego e renda em terras fluminenses. Seríamos uma espécie de Eldorado que habitava os sonhos e o imaginário de boa parte dos brasileiros. A análise histórica mostra que havia uma dose de razão e fundamentos que sustentavam essa atratividade, entretanto, haveria um preço a ser pago pela forma de pensar e agir com viés claramente nacional, em detrimento do local.

Após um longo período de conturbações na economia, a década de 1990 é vista como o ponto de inflexão para a economia do Estado do Rio de Janeiro, basicamente em função dos recursos de royalties e participações especiais. Conforme mostrado no capítulo 2, a acentuada vulnerabilidade das finanças fluminenses às receitas do petróleo é uma fonte de incerteza e instabilidade quando consideramos que essa renda pode ser revertida de forma relativamente fácil, através de disposições legais.

O período analisado, que vai desde a perda da capital em 1960 até 2020, mostra que em maior ou menor grau a trajetória do Rio de Janeiro é permeada por instabilidade gerada, dentre outros fatores que vão além do escopo do nosso trabalho, pela dependência crônica de recursos, ora do governo federal, ora daqueles provenientes da extração do petróleo.

No início de 2022 surge um instrumento de investimentos cuja criação foi impulsionada pela consciência de que a fragilidade das finanças fluminenses não seria superada nos curto e médio prazos e que seria fundamental identificar meios de promover a diversificação da base produtiva, o que permitiria a construção de um futuro além do petróleo.

O Fundo Soberano não surge como um instrumento que irá resgatar o estado do Rio de Janeiro de forma automática. Não é razoável pensarmos em algo como “antes do fundo soberano” e “depois do fundo soberano” simplesmente pelo fato do fundo existir. Muitos são os desafios a serem transpostos por todas as esferas da sociedade, seja a sociedade civil, a classe empresarial ou os entes governamentais. O Rio de Janeiro precisa contornar um desafio histórico posto para a sociedade fluminense, definir uma estratégia de desenvolvimento para a região após a mudança da capital para Brasília, em 1960.

O Fundo Soberano foi aprovado e o primeiro aporte de recursos concretizado. Debates tem sido promovidos. Tudo isso é apenas o começo. O Fundo apresenta potencial para promover o início da reversão de anos de ausência de planejamento. Pensar, e agir, de forma estratégica é uma condição *sine qua non* para que todos possam tirar o maior proveito dessa iniciativa e que consigamos implementar ações coordenadas que nos levem em direção a uma economia mais diversificada, com maior poder de geração de emprego e renda e, sobretudo, mais inclusiva e plural.

A hipótese sobre a qual os estudos estão baseados é que o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro não teria uma estrutura de classe mundial (governança e práticas de transparência observados nos fundos que são referência mundial, como é o caso do Fundo da Noruega), o que é fundamental para que um instrumento de investimentos dessa natureza seja eficiente e longo prazo e que possa ser utilizado como um instrumento de política pública para

promover desenvolvimento social e econômico e, dessa forma, atenuar a vulnerabilidade exposta no capítulo 2. A hipótese foi confirmada.

Para que fosse possível nos certificarmos que o FSERJ atenderia os preceitos que fizessem dele um Fundo Soberano de Classe Mundial não seria suficiente analisa-lo tendo uma ferramenta de cunho global como instrumento de análise, por razões já expostas no capítulo 4. Para contornar tal desafio seria necessário desenvolver uma ferramenta de análise que fosse capaz de captar além dos quesitos de classe mundial, a característica de regionalidade do fundo. Isso foi atingido com o desenvolvimento do MAFS.

Os resultados mostrados pela primeira rodada de avaliação do FSERJ, quando houve o alcance de 15% dos pontos possíveis dentre os 20 itens de verificação funcionou como um gatilho para reflexão em relação tanto a ferramenta quanto ao próprio fundo em função da expectativa gerada durante o desenvolvimento da pesquisa, ainda que houvesse constante cuidado para evitar a criação de vieses de qualquer natureza.

O fato do resultado auferido na segunda rodada de avaliação (MAFS ajustado) ter sido apenas 3 pontos percentuais superior ao que foi verificado na primeira rodada não chegou a ser uma surpresa. A se considerar os resultados pouco satisfatórios que inúmeros fundos originados em países cujas realidades políticas e sociais são consideravelmente mais estáveis que as verificadas no Estado do Rio de Janeiro nas últimas décadas, o FSERJ é uma inquestionável vitória, o que não pode servir de consolo para que o melhor não seja constantemente almejado. Essa constante busca é o motor que fará com que o FSERJ alcance e mantenha o status de fundo de classe mundial.

Finalizando, deixo o registro do desafio que foi desenvolver uma ferramenta de análise de fundos soberanos sem que houvesse um modelo regional que servisse como um paralelo sobre o qual fosse possível extrair subsídios que serviriam como primeiros elementos para a criação do MAFS. Se houvesse esse paralelo talvez não fosse necessário resgatar o contexto histórico apresentado no capítulo 1, mas isso é apenas uma suposição.

Se esse estudo servir de base e fonte de inspiração para que outros pesquisadores avancem no sentido de promovermos aprimoramento sobre a indústria de fundos soberanos no Brasil, eu terei alcançado o objetivo de construir o primeiro degrau. Que a escada seja longa.

## **ANEXOS**

ANEXO A: PRINCÍPIOS DE SANTIAGO

ANEXO B: SCOREBOARD DO TRUMAN

ANEXO C: OPSWF FRAMEWORK: PRINCÍPIOS E SUBPRINCÍPIOS

ANEXO D: GSR SCOREBOARD

ANEXO E: JUSTIFICATIVAS PARA CRIAÇÃO DO FSERJ

## ANEXO A: PRINCÍPIOS DE SANTIAGO

PRINCÍPIO	TEXTO
1	Princípio O quadro jurídico do fundo deve ser sólido e apoiar o seu funcionamento eficaz e a realização do seu objetivo declarado.
1.1	Subprincípio O quadro jurídico do fundo deve assegurar a solidez jurídica do fundo e das suas transações.
1.2	Subprincípio As principais características da base e estrutura jurídica do fundo, bem como a relação jurídica entre o fundo e outros organismos estatais, devem ser divulgadas publicamente.
2	Princípio O objetivo político do fundo deve ser claramente definido e divulgado publicamente.
3	Princípio Nos casos em que as atividades do fundo tenham implicações macroeconômicas internas diretas significativas, essas atividades devem ser estreitamente coordenadas com as autoridades fiscais e monetárias nacionais, de modo a assegurar a coerência com as políticas macroeconômicas globais.
4	Princípio Devem existir políticas, regras, procedimentos ou acordos claros e divulgados publicamente em relação à abordagem geral do fundo em relação ao financiamento, retirada e operações de despesas.
4.1	Subprincípio A fonte de financiamento do fundo deve ser divulgada publicamente.
4.2	Subprincípio A abordagem geral de retirada do fundo e as despesas em nome do governo devem ser divulgadas publicamente.
5	Princípio Os dados estatísticos relevantes relativos ao fundo devem ser comunicados em tempo útil ao proprietário, ou, conforme necessário, para inclusão, quando apropriado, em conjuntos de dados macroeconômicos.
6	Princípio O quadro de governança do fundo deve ser sólido e estabelecer uma divisão clara e eficaz de papéis e responsabilidades, a fim de facilitar a responsabilização e a independência operacional na gestão do fundo para o prosseguimento dos seus objetivos.
7	Princípio O proprietário deve estabelecer os objetivos do fundo, nomear os membros dos seus órgãos de governo de acordo com procedimentos claramente definidos, e exercer supervisão sobre as operações do fundo.
8	Princípio Os órgãos de governo devem agir no melhor interesse do fundo, e ter um mandato claro e uma autoridade e competência adequadas para desempenhar as suas funções.
9	Princípio A gestão operacional do fundo deve implementar as estratégias do fundo de forma independente e de acordo com responsabilidades claramente definidas.
10	Princípio O quadro de responsabilização pelas operações do fundo deve ser claramente definido na legislação pertinente, carta, outros documentos constitutivos, ou acordo de gestão.
11	Princípio Um relatório anual e as demonstrações financeiras que atestam as operações e a performance do fundo deve ser preparado de forma oportuna e de acordo com as normas contabilísticas reconhecidas internacional ou nacionalmente, de uma forma consistente.
12	Princípio As operações e demonstrações financeiras do fundo devem ser auditadas anualmente de acordo com normas de auditoria internacionais ou nacionais reconhecidas, de forma consistente.
13	Princípio As normas profissionais e éticas devem ser claramente definidas e reconhecidas pelos membros dos órgãos dirigentes, de gestão e de pessoal do fundo.
14	Princípio Lidar com terceiros, para efeito da gestão operacional do fundo, deve basear-se em fundamentos econômicos e financeiros, e seguir regras e procedimentos claros.
15	Princípio As operações e atividades dos fundos soberanos nos países receptores devem ser conduzidas em conformidade com todos os requisitos regulamentares e de divulgação aplicáveis dos países em que operam.
16	Princípio O quadro e os objetivos de governança, bem como a forma como a gestão do fundo é operacionalmente independente do proprietário, deve ser divulgada publicamente.
17	Princípio As informações financeiras relevantes relativas ao fundo devem ser divulgadas publicamente para demonstrar a sua orientação econômica e financeira, de modo a contribuir para a estabilidade dos mercados financeiros internacionais e aumentar a confiança nos países beneficiários.
18	Princípio A política de investimento do fundo deve ser clara e coerente com os objetivos definidos, tolerância ao risco e estratégia de investimento, tal como definida pelo proprietário ou pelos órgãos governantes.
18.1	Subprincípio A política de investimento deve orientar a exposição ao risco financeiro do fundo e o possível uso de alavancagem.
18.2	Subprincípio A política de investimento deve abordar a medida em que os gestores de investimento internos e/ou externos são utilizados, a gama das suas atividades e autoridade, e o processo pelo qual são selecionados e o seu desempenho controlado.
18.3	Subprincípio Deve ser divulgada publicamente uma descrição da política de investimento do fundo.
19	Princípio As decisões de investimento do fundo devem ter como objetivo maximizar os retornos financeiros ajustados ao risco de uma forma consistente com a sua política de investimento, e baseada em fundamentos econômicos e financeiros.
19.1	Subprincípio Se as decisões de investimento estiverem sujeitas a outras considerações além das econômicas e financeiras, estas devem ser claramente definidas na política de investimento e serem divulgadas publicamente.
19.2	Subprincípio A gestão dos ativos de um fundo deve ser consistente com o que é geralmente aceito como princípios de boa gestão de ativos.
20	Princípio O fundo não deve procurar ou tirar partido de informação privilegiada ou influência inadequada por parte do governo em geral para competir com entidades privadas.
21	Princípio Os fundos soberanos consideram os direitos de propriedade dos acionistas como um elemento fundamental do valor dos seus investimentos de capital. Se um fundo soberano optar por exercer os seus direitos de propriedade, deve fazê-lo de forma coerente com a sua política de investimento e proteger o valor financeiro dos seus investimentos. O fundo deve divulgar publicamente a sua abordagem geral em relação aos títulos com direito de voto de entidades cotadas, incluindo os fatores-chave que orientam o seu exercício de direitos de propriedade.
22	Princípio O fundo deve ter uma estrutura que identifique, avalie e gerencie os riscos de suas operações.
22.1	Subprincípio O quadro de gestão de riscos deve incluir informações confiáveis e sistemas de informação oportuno, que devem permitir o monitoramento e gestão adequados dos riscos relevantes dentro de parâmetros e níveis aceitáveis, mecanismos de controle e incentivo, códigos de conduta, planejamento da continuidade do negócio, e uma função de auditoria independente.
22.2	Subprincípio A abordagem geral ao quadro de gestão de risco do fundo deve ser divulgada publicamente.
23	Princípio Os ativos e o desempenho do investimento (absoluto e relativo a padrões de referência, se existirem) do fundo devem ser medidos e reportados ao proprietário de acordo com princípios ou normas claramente definidos.
24	Princípio Um processo de revisão regular da implementação dos Princípios de Santiago deve ser iniciado por, ou em nome do fundo.

## ANEXO B: SCOREBOARD DO TRUMAN

### ESTRUTURA

---

- 1 O objetivo do FSR está claramente mencionado? (p)
- 2 Existe um quadro legal claro para o FSR?
- 3 O procedimento para alterar a estrutura do FSR é claro? (p)
- 4 A estratégia global de investimento está claramente definida?  
**Tratamento fiscal**
- 5 A origem do financiamento do FSR está claramente especificada? (p)
- 6 A natureza da utilização subsequente do principal e dos rendimentos do FSR está claramente especificada? (p)
- 7 As operações do FSR estão devidamente integradas com políticas fiscais e monetárias? (p)
- 8 O FSR está separado das reservas internacionais país ?

### GOVERNANÇA

---

- 9 O papel do governo na definição da estratégia de investimento do FSR está claramente estabelecido?
- 10 O papel do conselho de administração do Fundo Soberano está claramente estabelecido? (p)
- 11 O papel dos gestores na execução da estratégia de investimento está claramente estabelecido? (p)
- 12 As decisões sobre investimentos específicos são tomadas pela gestores? (p)
- 13 O FSR tem normas éticas internas para sua administração e para funcionários? (p)
- 14 O FSR tem em vigor, e torna público, orientações para a governança empresarial que segue? (p)
- 15 O FSR disponibiliza as orientações éticas de investimento que segue? (p)

### TRANSPARÊNCIA E ACCOUNTABILITY

---

#### Implementação da estratégia de investimento

- 16 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem informações sobre as categorias de investimentos? (p)
- 17 A estratégia utiliza benchmarks? (p)
- 18 A estratégia utiliza classificação de crédito? (p)
- 19 Os titulares dos mandatos de investimento estão identificados?

#### Atividades de investimento

- 20 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem o tamanho do fundo? (p)
- 21 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem informação sobre os seus retornos? (p)
- 22 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem informação sobre a localização geográfica dos investimentos? (p)
- 23 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem informação sobre investimentos específicos? (p)
- 24 Os relatórios regulares sobre investimentos do FSR incluem informação sobre a composição cambial dos investimentos? (p)

#### Relatórios

- 25 O FSR fornece pelo menos um relatório anual sobre suas atividades e resultados? (p)
- 26 O FSR fornece relatórios trimestrais?

#### Auditorias

- 27 O FSR está sujeito a uma auditoria anual regular? (p)
- 28 O FSR publica prontamente as auditorias das operações e contas? (p)
- 29 As auditorias são independentes? (p)

#### Comportamento

- 30 O FSR tem uma política operacional de gestão de risco?
  - 31 O FSR tem uma política sobre o uso de alavancagem? (p)
  - 32 O FSR tem uma política sobre a utilização de derivativos? (p)
  - 33 O FSR tem uma diretriz sobre a natureza e a velocidade de ajustamento da sua carteira? (p)
- 

(p): aceita pontuações parciais como 0,25, 0,50 e 0,75

## ANEXO C: OPSWF FRAMEWORK: PRINCÍPIOS E SUBPRINCÍPIOS

### Princípio 1: Alinhamento

**Construir considerações sobre as alterações climáticas, que estão alinhadas aos horizontes de investimento dos FSR, na tomada de decisões.**

---

Princípio 1.1. Os FSR reconhecem que mudanças climáticas impactarão os mercados financeiros.

Princípio 1.2. Em função do seu horizonte de longo prazo e diversidade dos portfólios de investimento, os FSR reconhecem que alterações climáticas representam riscos e oportunidades financeiras, que devem ser incorporadas ao quadro de investimento.

Princípio 1.3. De acordo com suas respectivas atribuições, os FSR devem informar sobre suas abordagens no que tange às alterações climáticas.

---

### Princípio 2: Propriedade

**Encorajar as empresas a abordar questões sobre alterações climáticas em sua governança, planejamento e estratégia de negócios, gestão de riscos e relatórios públicos para promover a criação de valor**

---

Princípio 2.1. Os FSR esperam que os conselhos das empresas compreendam as consequências das suas práticas empresariais para as emissões climáticas e para estabelecer prioridades claras para a empresa tratar de questões relevantes em matéria de alterações climáticas.

Princípio 2.2. Os FSR esperam que as empresas se planejem para as alterações climáticas mais relevantes e incorporem material sobre riscos climáticos no seu planejamento estratégico, gestão de risco e relatórios.

Princípio 2.3. Os FSR encorajam a divulgação pública, por parte das empresas, sobre como as alterações climáticas podem afetar sua performance futura e quais ações serão tomadas.

Princípio 2.4. Os FSR devem incentivar o desenvolvimento e adoção de normas e métodos para promover a divulgação de dados relacionados à mudança climática

---

### Princípio 3: Integração

**Os fundos soberanos devem integrar a consideração dos riscos e oportunidades relacionados com as alterações climáticas na gestão de investimentos para melhorar a resiliência das carteiras de investimento de longo prazo.**

---

Princípio 3.1. Os fundos soberanos devem identificar, avaliar e gerir os riscos de carteira gerados pela transição esperada para uma economia de baixas emissões e de potenciais impactos físicos das alterações climáticas.

Princípio 3.2. Os FSR podem utilizar e desenvolver ferramentas analíticas para informar a alocação do portfólio e as decisões de investimento.

Princípio 3.3. Os FSR devem considerar oportunidades de investimento que surgem do esforço global para enfrentar as alterações climáticas.

Princípio 3.4. Os fundos soberanos devem considerar abordagens para reduzir a exposição da carteira a riscos relacionados com o clima.

Princípio 3.5. Os fundos soberanos podem promover a investigação sobre questões relacionadas com as implicações financeiras das alterações climáticas.

---

## ANEXO D: GSR SCOREBOARD

GOVERNANÇA	QUESTÃO
1. Missão e Visão	O Fundo atesta claramente a sua missão, objetivo ou finalidade?
2. Depósitos e regras de saque	O Fundo atesta claramente como é financiado e possivelmente encerrado?
3. Reputação do gestor externo	Existe um processo robusto para selecionar gestores externos, caso haja algum?
4. Governança externa e interna	O Fundo proporciona clareza sobre sua estrutura de governança?
5. Critérios e estratégias de investimento	Em que tipo de ativos o fundo procura investir?
6. Estrutura e dados operacionais	Como o fundo está estruturado como uma organização de investimento?
7. Contas auditadas anualmente	As demonstrações financeiras são auditadas e são de domínio público?
8. Ativos sobre gestão	O Fundo fornece clareza quanto ao valor do capital que gere?
9. Detalhes sobre o portfólio de investimento	O Fundo fornece clareza sobre quais ativos detêm atualmente?
10. Anual x retorno de longo prazo	É fornecido o retorno do ano mais recente?
SUSTENTABILIDADE	QUESTÃO
11. Políticas e padrões éticos	O Fundo tem um código de conduta ou uma política de conflito de interesses?
12. Equipe de gestão instalada	O Fundo emprega uma equipe dedicada ao Investimento responsável?
13. Missão econômica	O Fundo busca o progresso econômico?
14. Impacto econômico e medição	São fornecidos os principais indicadores de ESG?
15. Relatório anual de ESG	O Fundo produz um relatório anual de ESG?
Defende Objetivos de Desenvolvimento Sustentá	O Fundo é membro signatário da UNPRI ou promove as ODS?
17. Parcerias e filiações	O Fundo colabora com investidores ou organismos internacionais?
18. Mercados emergentes/gestores	O Fundo investe em mercados emergentes e/ou gestores?
19. Papel na economia nacional	O Fundo investe na economia e nas empresas nacionais?
20. Gestão de risco de ESG	O Fundo aceita e aborda os riscos das alterações climáticas e outros ESG?
RESILIÊNCIA	QUESTÃO
21. Política de gestão de risco	O Fundo dispõe de um sólido quadro de gestão de riscos?
22. Alocação estratégica de ativos	Há um pensamento adequado que baseia a alocação de ativos?
23. Política de retiradas/saques	Existe mecanismo para evitar o esgotamento do Fundo a longo prazo?
24. Equipe local de crise	O Fundo emprega uma equipe dedicada ao Risco Operacional?
25. Velocidade e disciplina	O Fundo está bem posicionado visando a sobrevivência a longo prazo?

PRI: Principles for Responsible Investing ([unpri.org](http://unpri.org))

## **ANEXO E: JUSTIFICATIVAS PARA CRIAÇÃO DO FSERJ**

Desde 2005, pelo menos 40 fundos soberanos foram criados em todo o mundo. Entre os principais, estão o da Noruega, Singapura, China e Dubai. Através deles, esses países fazem investimentos fora e dentro de suas nações, que visam a garantir a diversificação das suas economias e sustentabilidade no futuro.

Pelo volume de petróleo que possui, ainda mais depois da descoberta do Pré-Sal, se o Rio de Janeiro fosse um país, ele poderia fazer parte da OPEP.

Entretanto, diante das dificuldades históricas e estruturais que o Estado enfrenta, a riqueza do petróleo não gera qualquer poupança para o futuro, sendo gasta quase que em sua totalidade em necessidades emergenciais do presente.

Praticamente todo o recurso que o Estado recebe, proveniente dos royalties do petróleo, é destinado ao Rio Previdência, para o pagamento de pensões e aposentadorias.

A dependência do Estado da indústria do petróleo é total: ela representa cerca de um terço do PIB fluminense. Quando o preço do barril teve uma desvalorização brutal, de US\$ 100 para US\$ 30, no ano de 2014, o Rio mergulhou na pior crise financeira da sua história, o que o levou a assinar, em 2017, o Regime de Recuperação Fiscal.

Embora tenhamos consciência de que essa fragilidade não será superada nos curto e médio prazos, é preciso buscar formas de diversificar a nossa base produtiva e construir um futuro para além do petróleo, um recurso natural que um dia não estará mais disponível, seja pela extenuação das reservas, seja porque inexoravelmente a matriz energética do mundo tenderá a mudar.

É para isso que existem os Fundos Soberanos. O que prevê este projeto é que esse fundo seja formado com parte da variação de rentabilidade, quando houver, da Participação Especial paga ao Estado do Rio de Janeiro pelos campos altamente produtivos.

Explico: como se sabe, os royalties são uma compensação calculada sobre a produção que as companhias que exploram esses recursos naturais pagam à União, estados e municípios. Eles são pagos em todos os campos de petróleo, com alíquotas que variam de 5% a 10%.

Já a Participação Especiais advém dos campos com alto potencial de produção e rentabilidade, conforme previsto na Lei Federal nº 9478/97 e no Decreto Federal nº 2705/98. Trata-se de uma

receita extraordinária variável paga aos municípios limítrofes aos campos de exploração de petróleo e gás natural sempre que há uma produção e excedente de rentabilidade maior do que o previsto nos contratos de concessão.

Este projeto prevê que apenas 30% da variação desse excedente deverão ser depositados neste fundo, tendo como base o ano de 2020, anterior à aprovação deste projeto.

Investindo em áreas estruturantes - que serão definidas na fase de regulamentação -, sobretudo em áreas como infraestrutura, educação, ciência e tecnologia, estaremos pavimentando caminhos para a necessária diversificação da base da economia fluminense, que precisa ser menos dependente do chamado “ouro negro”, e também carimbando o passaporte para um futuro melhor para as novas gerações.

No dia 02/06 foi aprovada a Emenda Constitucional nº 86/2021 que acrescentou o artigo 226-A, trazendo à previsão constitucional a criação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro e seu artigo 2º remete à regulamentação a norma infraconstitucional.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMOVITZ, M. “Catching Up, Forging Ahead, and Falling Behind”. **The Journal of Economic History**, v. 46, n. 2, pp. 385-406. 1986.

ANP. Disponível em <https://www.gov.br/anp/pt-br/assuntos/exploracao-e-producao-de-oleo-e-gas/dados-tecnicos/acervo-de-dados>. Acesso em 03/10/2022.

ARGAN, Giulio C. *L'Europe des capitales*. Genebra: Albert Skira, 1964.

ARIENTI, P.F.F.; VIEIRA, L.; Economia Política dos Fundos de Riqueza Soberana. **Revista Contexto Internacional**. Rio de Janeiro, v. 35, n. 1, janeiro/junho 2013, p. 261-285.

BAGNALL, A.E ; TRUMAN, E.M. Progress on Sovereign Wealth Fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard. **Peterson Institute for International Economics** - Number PB13-19 (2013).

BAHOOS, S; ALON, I; PALTRINIERI, A. Sovereign wealth funds: Past, present and future. **International Review of Financial Analysis**, v. 67, January 2020.

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.

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](http://www.carnegieendowment.org). Acesso em 12 de julho de 2022.

BEHRENDT, S. 2011. Gulf Arab Sovereign Wealth Funds: Governance and Institution Building. In: “Shifting Geo-economic Power of The Gulf”, 2011.

BORTOLOTTI, B; VELJKO, F; WILLIAM, M. 2009. *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*. Fondazione Eni Enrico Mattei Working Paper 22. Disponível em [www.feem.it](http://www.feem.it). Acesso em 24 de agosto de 2022.

CANO, W. **Raízes da Concentração Industrial em São Paulo**. 2. ed. São Paulo: T.A. Queiroz, 1981.

COHEN, B. **International Political Economy: an Intellectual History**. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Democracy Index 2020 - **In sickness and in health?**- The Economist Intelligence Unit Disponível em <https://www.eiu.com/n/campaigns/democracy-index-2020/> acesso em 19 de julho de 2022.

DIXON, A. e MONK, A. **The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles and Practices for Resource Revenue Management**, 2011. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1951573>. Acesso em 25 de abril de 2022.

ESPÍRITO SANTO. Decreto n. 4765-R: Regulamenta o Fundo Soberano do Estado do Espírito Santo (FUNSES). Vitória, Espírito Santo.

FARIA, D. **A crise fiscal do Estado do Rio de Janeiro e o Regime de Recuperação Fiscal**. In: SEMINÁRIO DE ECONOMIA FLUMINENSE, Seropédica: PPGER/UFRRJ, 2021.

FAURÉ, Y. (org.) O desenvolvimento local no Estado do Rio de Janeiro – Estudos avançados nas realidades municipais. Rio de Janeiro: E-papers, 2005.

FEIJÓ, C.; FEIL, F.; TEIXEIRA, F. **Os royalties do petróleo podem promover o desenvolvimento regional**. “In Press”, 2022.

FERREIRA, L. et al. **Fórum de Fundos Soberanos Brasileiros: Arena de Fortalecimento de Governança e Difusão de Boas Práticas**. XI Congresso CONSAD de Gestão Pública, 2022.

FUNDO SOBERANO DE ILHABELA <https://iis.org.br/tag/fundo-soberano-municipal/>

FUNDO SOBERANO DE MARICÁ <http://fundosoberano.marica.rj.gov.br/>

FUNDO SOBERANO DE NITERÓI <http://www.niteroidofuturo.niteroi.rj.gov.br/>

FUNDO SOBERANO DE SAQUEREMA <https://transparencia.saquarema.rj.gov.br/wp-content/uploads/2022/02/LO-2190-2022.pdf>

FUNDO SOBERANO DO ESPÍRITO SANTO <https://fundosoberano.es.gov.br/>

GELPERN, A. “Sovereignty Accountability and the Wealth Fund Governance Conundrum.” **Asian Journal of International Law** 1, n. 1. Janeiro de 2011.

GLOBAL SWF (2021): Annual Report, State-Owned Investors in a post-pandemic age. Disponível em <https://globalswf.com/reports>. Acesso em 26 de julho de 2022.

GLOBAL SWF (2022): Annual Report 2022 "State-Owned Investors 3.0" Disponível em <https://globalswf.com/reports>. Acesso em 26 de julho de 2022.

GUANABARA. Secretaria de Ciência e Tecnologia. Comissão do ano 2000. **Rio Ano 2000**. Rio de Janeiro, 1970.

Guia dos royalties do petróleo e do gás natural. Agência Nacional do Petróleo; coord. Geral Décio Hamilton Barbosa. Rio de Janeiro: ANP, 2001.

HUMPHEYS, M.; SACHS, J.; STIGLITZ, J. H. (Ed.) **Escaping the resource curse**. Nova Iorque: Columbia University Press, 2007.

IFSWF. International Forum of Sovereign Wealth Funds. **Santiago Principles 2008**. Disponível em <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles>. Acesso em 28 de abril de 2022.

ILHABELA. Lei Complementar 1333/2018: Cria o Fundo Soberano do Município de Ilhabela (FSMI). Ilhabela, São Paulo.

IMF. **Economics of Sovereign Wealth Funds: issues for policy makers**, Udaibir S. Das; Adnan Mazarei; Han van der Hoorn (eds). International Monetary Fund, 2010.

INFOROYALTIES. Disponível em <https://inforoyalties.ucam-campos.br/informativo.php>. Acesso em 30/09/2022.

IPEADATA. Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em 30/09/2022.

IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds). 2008. **Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principle and Practices “Santiago Principles”** (Outubro de 2008). Washington. Disponível em <https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles>. Acesso em 18/08/2022.

JANIS, I.L. Groupthink. *Psychology Today Magazine*. 1971.

KLITZING, E et al. **Demystifying Sovereign Wealth Funds**. Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers. Washington: IMF, 2010.

LESSA, C. **O Rio de todos os Brasis** – uma Reflexão em Busca de Autoestima. Rio de Janeiro: Record, 2000 (Coleção Metrôpoles).

LEWIS, A. **The Evolution of the International Order**. Princeton University Press, 1978.

LIMONAD, E. **Os Lugares da Urbanização: o caso do interior fluminense**. Tese de Doutorado - FAU-USP. São Paulo, p.263. 1996.

LINABURG, C; MADUELL, M. Linaburg-Maduell Transparency Index. Sovereign Wealth Funds Institute, 3th Quarter 2022. Disponível em: <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>. Acesso em: 18/08/2022.

LÓPEZ, D. Governance, Sustainability & Resilience Scoreboard for Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds (2021). Disponível em <https://globalswf.com/reports>. Acesso em 25 de julho de 2022.

LÓPEZ, D. SWF 3.0: How Sovereign Wealth Funds Navigated COVID-19 and Changed Forever (2022). Disponível em <https://ssrn.com/abstract=4026109>. Acesso em 08 de agosto de 2022.

LUFT, G. Sovereign Wealth Funds, Oil and the New World Economic Order. Depoimento na House Committee on Foreign Affairs, Washington, 21 mai. 2008. Disponível em: <[http://www.iags.org/Luft\\_HFRC\\_SWF\\_052108.pdf](http://www.iags.org/Luft_HFRC_SWF_052108.pdf)>. Acesso em: 26 de abril de 2022.

LYONS, G. State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds. **Law and Business Review of the Americas 179 (2008)**.

MACHADO, P.L.N. Os Princípios de Santiago para os Fundos Soberanos de Investimento: uma análise teórica. **Revista Conjuntura Global**, v. 7, p. 71-87, 2018.

MAZZUCATO, M. **The entrepreneurial state: debunking the public vs. private myth in risk and innovation**. New York: PublicAffairs, 2015.

MEGGINSON et al. The Rise of State-Owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds. **Annual Review of Financial Economics**. v. 13:247-270, 2021.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Relatório de Avaliação Fundo Soberano do Brasil - exercício 2018 - Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União – CGU. Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-desempenho-do-fundo-soberano-do-brasil/2018/25>. Acesso em 22/08/2022.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 4º Trimestre de 2018 – Ministério da Economia. Disponível em [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:30123](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:30123). Acesso em 22/08/2022.

MOTTA, M.S. **Rio de Janeiro: de cidade-capital a Estado da Guanabara**. Rio de Janeiro: ALERJ: 2001a.

\_\_\_\_\_. **O lugar da cidade do Rio de Janeiro na federação brasileira: uma questão em três momentos**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2001b.

NATAL, J. Inflexão econômica e dinâmica espacial pós-1996 no Estado do Rio de Janeiro. **Revista Nova Economia**, n.14, pp.71-90, setembro-dezembro de 2004.

\_\_\_\_\_. Revisitando o “Rio de todas as crises”: economia, espaços e classes sociais. Rio de Janeiro:[s.n.], 2001. Texto mimeografado.

NITERÓI. Decreto n. 13.215/2019: Regulamenta o Fundo de Equalização de Receitas do Município de Niterói (FER). Niterói, Rio de Janeiro.

ONE PLANET SWF - Framework Companion Document (2019). Disponível em <https://oneplanetswfs.org/>. Acesso em 27/07/2022.

ONE PLANET SWF - Framework Companion Document (2020). Disponível em <https://oneplanetswfs.org/>. Acesso em 27/07/2022.

ONE PLANET SWF - Framework Companion Document (2021). Disponível em <https://oneplanetswfs.org/>. Acesso em 27/07/2022.

OSORIO, M. **Rio nacional/Rio local: mitos e visões da crise carioca e fluminense**. Rio de Janeiro, RJ: Editora SENAC Rio, Rio de Janeiro, 2005.

OSORIO, M; VERSIANI, M.H. O papel das instituições na trajetória econômico-social do Estado do Rio de Janeiro. **Cadernos do Desenvolvimento Fluminense**, n. 2, pp. 188-210, 2013.

\_\_\_\_\_. História da capitalidade do Rio de Janeiro. **Cadernos do Desenvolvimento Fluminense**, Rio de Janeiro, N.7, pp. 75 - 90, jan./jun. 2015.

PESSÔA, S; FILHO, F.H.B. O uso da renda petrolífera pelo estado do Rio de Janeiro. **Rio de Janeiro: um estado em transição**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia/FGV, 2012.

PIGNATON, A. A. G. **Origens da Industrialização no Rio de Janeiro**. IN: Revista Dados, n°15, 1977.

RIO DE JANEIRO. Constituição (1989). **Constituição do Estado do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro, RJ. TCE, 1989.

RIO DE JANEIRO. Lei Complementar 200/2022: Cria o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.

RIO DE JANEIRO. Projeto de Lei Complementar n.42/202. Institui o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.

RINALDI, P. N. **Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira?** Dissertação (Mestrado em Ciência Política) - Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Unicamp. Campinas, p.282. 2010.

\_\_\_\_\_. **Fundos Soberanos de Riqueza – O papel dos Estados na Globalização Financeira**.1ª ed. Curitiba: Appris, 2013.

ROMANO, R. Getting politics out of public pension funds and out of corporate board rooms. **American Enterprise** 4: 42-49, 1993.

ROZANOV, A. Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal*, p.1-4, 2005. Disponível em: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf> Acesso: 08 de agosto de 2022.

SERRANO, F. A Economia Política da ordem econômica internacional. **Revista Pepianos** n.2, 2015, UFRJ.

SOBRAL, B.L.B. **O paradoxo da economia fluminense**. Folha de São Paulo, 16 de agosto de 2021.

\_\_\_\_\_. **Fundo Soberano poderá ter R\$ 2,5 bilhões em caixa no início de 2022**. Disponível em <https://www.querodiscutiromeuestado.rj.gov.br/noticias/6260-fundo-soberano-podera-ter-r-2-5-bilhoes-em-caixa-no-inicio-de-2022> Acesso em 25 de abril de 2022.

SILVA, R.D. **Rio de Janeiro: Crescimento, Transformações e sua Importância para a Economia Nacional (1930-2000)**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Unicamp. Campinas, p.180. 2004.

\_\_\_\_\_. **Estrutura Industrial e Desenvolvimento Regional no Estado do Rio de Janeiro (1990-2008)**. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) - Instituto de Economia, Unicamp. Campinas, p.231. 2009.

STONE, S.E; TRUMAN, E.M. Uneven progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability. **Peterson Institute for International Economics** - Number PB16-18/ (2016).

SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute <https://www.swfinstitute.org/> Acesso em 08 de agosto de 2022.

TEIXEIRA, F.A. **Fundos Soberanos de Riqueza: capacidades estatais para lidar com o sistema financeiro globalizado**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, UFRJ. Rio de Janeiro, p.123. 2017.

\_\_\_\_\_. Fundos soberanos subnacionais e a agenda de desenvolvimento regional. **Carta Capital**. São Paulo. Disponível em <https://www.cartacapital.com.br/economia/fundos-soberanos-subnacionais-e-a-agenda-de-desenvolvimento-regional/> Acesso em 26/04/2022.

TEIXEIRA, F.A.; FEIJÓ, C. Os fundos soberanos subnacionais brasileiros e a importância do desenvolvimento de capacidades estatais apropriadas para a gestão de riquezas finitas. **Boletim Finde**. Edição de maio/agosto de 2021, v. 2, n. 2. Niterói, 2021.

TRUMAN, E. M. A Blueprint for Sovereign Wealth Funds Best Practices. **Peterson Institute for International Economics Policy Brief 08-3**. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2008. Disponível em: <<http://www.petersoninstitute.org/publications/interstitial.cfm?ResearchID =902>> Acesso em 09 de junho de 2022.

\_\_\_\_\_. Accountability and Transparency: The Sovereign Wealth Fund Scoreboard. In: TRUMAN, E.M. **Sovereign Wealth Funds: threat or salvation?** Washington: PIIE, 2010. Capítulo 5, 69-120.

WERDIGIER, J.; ANDERSON, J. **A Giant Write-Down is Seen for Merrill**. The New York Times, Jan. 2008.

ZWEIG, S. **Brasil - País de futuro**. Cahoba Ediciones, S.L., Barcelona, 2006.