



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Felipe Derbli de Carvalho Baptista

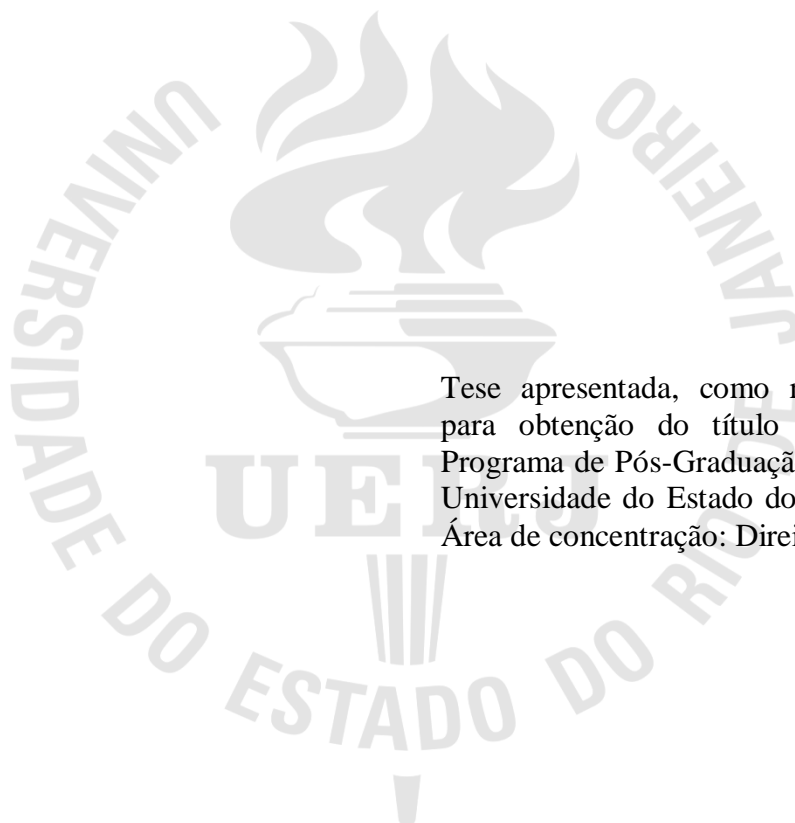
**O Estado como investidor institucional:
a disciplina jurídica de uma atuação estatal não interventiva na economia**

Rio de Janeiro

2014

Felipe Derbli de Carvalho Baptista

**O Estado como investidor institucional:
a disciplina jurídica de uma atuação estatal não interventiva na economia**



Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Público.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Santos de Aragão

Rio de Janeiro

2014

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

B222 Baptista, Felipe Derbli de Carvalho .

O Estado como investidor institucional : a disciplina jurídica de uma atuação estatal não interventiva na economia / Felipe Derbli de Carvalho Baptista. – 2014.
283 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Santos de Aragão.
Tese (doutorado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Investimentos - Teses. 2. Direito público – Teses. 3. Estado – Teses. 4. Direito econômico – Teses. I. Aragão, Alexandre Santos de. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 330.22

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Felipe Derbli de Carvalho Baptista

**O Estado como investidor institucional:
a disciplina jurídica de uma atuação estatal não interventiva na economia**

Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Público.

Aprovada em:

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Santos de Aragão (Orientador)

Faculdade de Direito - UERJ

Profa. Dra. Patrícia Ferreira Baptista

Faculdade de Direito - UERJ

Prof. Dr. Valter Shuenquener de Araújo

Faculdade de Direito - UERJ

Profa. Dra. Patrícia Regina Pinheiro Sampaio

Fundação Getúlio Vargas

Prof. Dr. Heleno Taveira Torres

Universidade de São Paulo

Rio de Janeiro

2014

RESUMO

BAPTISTA, Felipe Derbli de Carvalho. **O Estado como investidor institucional:** a disciplina jurídica de uma atuação estatal não interventiva na economia. 283 f. Tese (Doutorado em Direito Público) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

Em um contexto de demandas sociais tendencialmente crescentes, uma das alternativas para o aumento da arrecadação de receitas pelo Estado reside no manejo de aplicações financeiras. Os investimentos financeiros estatais, a rigor, já acontecem, mas nem sempre o objetivo claro e explícito de obtenção de resultados financeiramente interessantes e, eventualmente – ou mesmo por isso –, sob gestão economicamente ineficiente. Às vezes, até se enxerga o foco na obtenção de rendimentos relevantes na ação estatal, mas sem uma disciplina específica, o que pode abrir espaço a uma gestão de ativos desqualificada ou mesmo fraudulenta, com sérios prejuízos aos cofres públicos e, em situações extremas, ampliação ainda maior das despesas públicas. O objetivo desta tese, portanto, é reconhecer que nem sempre o Estado atua na economia com propósito interventivo e que, na qualidade de investidor institucional – vale dizer, de ente que tem o dever de proceder aos investimentos e às aplicações financeiras que digam com as melhores práticas de administração dos ativos públicos –, precisa atuar sob o jugo de normas jurídicas claras, que permitam ao Estado ampliar suas receitas dentro de limites razoáveis de exposição a risco financeiro e disponibilizem aos órgãos de fiscalização e controle da Administração Pública as ferramentas necessárias para, também quanto a esse aspecto, aferir a eficiência da ação estatal. Para tanto, têm-se como pressupostos o anacronismo da resistência cultural às aplicações financeiras dos entes da Administração Pública e a noção de que quaisquer ferramentas de obtenção de receitas pelo Estado estão sujeitas a algum grau de risco. Com base nas bem-sucedidas experiências nacionais e internacionais, será possível concluir, ao final, que é admissível, do ponto de vista constitucional e legal, a ação do Estado como investidor nos mercados financeiro e de capitais e que é viável a formulação de parâmetros gerais para a disciplina jurídica do Estado investidor.

Palavras-chave: Investimentos financeiros. Mercado financeiro. Mercado de capitais. Fomento público. Risco financeiro. Rentabilidade. Perda de chance. Fundos soberanos. Fundos especiais. Eficiência. Economicidade. Proporcionalidade. Equidade intergeracional. Estabilização econômica. Fundos de reserva

ABSTRACT

BAPTISTA, Felipe Derbli de Carvalho. **The state as an institutional investor:** the legal discipline of a non interventionist state action on the economy. 283 f.Tese (Doutorado em Direito Público) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

In a context of growing social demands, financial investments become one of the alternatives for the State to increase its revenues. State investments, as a matter of fact, already do happen, but not always with the clear and explicit objective of obtaining financially interesting earnings, often due economically inefficient management. Sometimes it is possible to see in government investments some focus on obtaining relevant income, but not under a specific regulation, which can lead to an unqualified or even fraudulent management that may cause serious damage to the exchequer and, in extreme situations, expansion of the government spending. Hence the intent of this thesis is to acknowledge that the State does not always act in the economy with regulatory purposes and that, as an institutional investor – *i.e.*, an organization which has the duty of making financial investments in accordance to the best practices in public asset management –, it must be framed by clear legal rules, which should allow the State to maximize its revenues within reasonable limits of financial risk exposure and the oversight and control agencies to assess the State efficiency and compliance. It is assumed that the cultural resistance to state financial investments is anachronistic as well as every state means of obtaining revenues is subject to some level of financial risk. Based on well succeeded experiences in Brazil and abroad, it will be possible to conclude, in the end, that it is constitutionally and legally admissible that the State acts as an investor in financial and stock markets and that it is possible to suggest some standards on legal regulation for this issue.

Keywords: Financial investments. Financial market. Stock market. Public fomentation. Financial risk. Profitability. Loss of chance. Sovereign wealth funds. Special funds. Efficiency. Economy. Proportionality. Intergenerational fairness. Economic stabilization. Reserve funds.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Bacen – Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA S.A.– Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPar – BNDES Participações S/A

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DJe – Diário da Justiça Eletrônico

EDcl – Embargos de declaração

ETF – *Exchange Trade Fund*: fundos de investimento de índice de ações

FAPERJ – Fundação Carlos Chagas Filho de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro

FETJ – Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro

FINEP – Agência Brasileira da Inovação

MPS – Ministério da Previdência Social

OECD/OCDE – Organisation for Economic Co-Operation and Development/Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ONU – Organização das Nações Unidas

ESG – *Environment, Social and Governance* (Meio Ambiente, Social e Governança)

RE – Recurso Extraordinário

REsp – Recurso Especial

RIOPREVIDÊNCIA – Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro

STF – Supremo Tribunal Federal

STJ – Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 PRESSUPOSTOS TEÓRICOS	20
1.1 Considerações iniciais	20
1.2 O papel do Estado na economia	21
1.2.1 <u>Histórico</u>	21
1.2.2 <u>A disciplina constitucional da intervenção estatal na economia</u>	29
1.2.3 <u>Atuações estatais não interventivas</u>	31
1.3 Pode o Estado “ser usurário” ou “lucrar”?	36
1.3.1 <u>Os “pecados” da usura e do lucro</u>	36
1.3.2 <u>As estatais, as <i>empresas público-privadas</i> e o lucro</u>	40
1.3.3 <u>Os fundos soberanos</u>	47
1.4 Conclusões parciais	50
2 CONSTRUINDO UMA CONCEPÇÃO DE ESTADO INVESTIDOR	52
2.1 Há base constitucional para um Estado investidor?	52
2.1.1 <u>Mudança de perspectiva: responsabilidade fiscal não é só gestão de passivo</u>	52
2.1.2 <u>Eficiência e economicidade</u>	54
2.1.3 <u>O Estado poupador e os compromissos de longo prazo</u>	57
2.2 Risco financeiro e a indisponibilidade do interesse público	63
2.2.1 <u>Aportes da teoria das finanças e a análise de risco dos investimentos (ou por que não depender tanto da tributação)</u>	67
2.2.1.1 <u>Risco, retorno, custo de oportunidade e perda de chance</u>	72
2.2.2 <u>Os investimentos financeiros como exigência de proporcionalidade</u>	78
2.3 “Investimento-rendimento”, “investimento-fomento” e “investimento-regulação”: a distinção é possível ou mesmo relevante?	79
2.4 Haverá uma função regulatória do investimento financeiro estatal?	87
2.5 Conclusão parcial	90
3 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS	922
3.1 O corte metodológico	92
3.2 A experiência internacional	95
3.2.1 <u>Noruega</u>	95
3.2.1.1 <u>O <i>Government Pension Fund – Global</i> (GPFG)</u>	96

3.2.1.2	<i>O Government Pension Fund – Norway (GPFN)</i>	101
3.2.2	<u>França</u>	105
3.2.3	<u>Irlanda</u>	109
3.2.4	<u>Japão</u>	113
3.2.5	<u>China</u>	119
3.2.6	<u>Abu Dhabi (Emirados Árabes)</u>	123
3.2.7	<u>Alasca (Estados Unidos)</u>	127
3.2.8	<u>Canadá</u>	132
3.2.9	<u>Chile</u>	138
3.2.9.1	<i>O Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)</i>	142
3.2.9.2	<i>O Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)</i>	143
3.3	Análise geral	145
3.3.1	<u>O órgão de administração superior e outras características de independência</u>	147
3.3.2	<u>O órgão de direção executiva</u>	150
3.3.3	<u>O processo decisório de investimento</u>	151
3.3.4	<u>O perfil de investimentos e a sua gestão</u>	151
3.3.5	<u>Investimento responsável</u>	153
3.3.6	<u>Gerenciamento de risco, <i>compliance</i> e mecanismos de controles internos e externos</u>	155
3.3.7	<u>Transparência</u>	157
3.4	Considerações finais	158
4	EXPERIÊNCIAS BRASILEIRAS	160
4.1	Considerações iniciais	160
4.2	Experiências nacionais selecionadas	161
4.2.1	<u>O Fundo Soberano do Brasil (FSB)</u>	161
4.2.2	<u>O Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA</u>	170
4.2.2.1	Características gerais dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos	170
4.2.2.2	<u>O Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA</u>	177
4.2.3	<u>O Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (FETJ)</u>	185
4.3	Análise geral	192
4.3.1	<u>O órgão de administração superior e outras características de independência</u>	193
4.3.2	<u>O órgão de direção executiva</u>	194

4.3.3	<u>O processo decisório de investimento</u>	195
4.3.4	<u>O perfil de investimentos e a sua gestão</u>	196
4.3.5	<u>Investimento responsável</u>	198
4.3.6	<u>Gerenciamento de risco, <i>compliance</i> e mecanismos de controles internos e externos</u>	198
4.3.7	<u>Transparência</u>	199
4.4	Considerações finais	200
5	DISCIPLINA E CONTROLE DO ESTADO INVESTIDOR	201
5.1	Introdução	201
5.2	O art. 164, § 3º, da Constituição Federal: limites para os investimentos financeiros estatais?	2044
5.3	Os investimentos financeiros estatais e o princípio da legalidade	217
5.3.1	<u>Investimentos e autorização legal – ainda o art. 164, § 3º, da Constituição Federal</u> ...	217
5.3.2	<u>Investimentos e reserva de lei</u>	222
5.4	Limites do Estado investidor: fomento e prestações positivas	224
5.4.1	<u>O “<i>conflito de personalidade</i>” entre Estado investidor <i>versus</i> Estado fomentador</u>	225
5.4.2	<u>O delicado equilíbrio entre investimentos e realização de despesas públicas</u>	228
5.5	Parâmetros para os investimentos financeiros estatais	234
5.5.1	<u>Parâmetros estruturais de investimentos</u>	235
5.5.1.1	A definição do veículo de investimento	235
5.5.1.2	A administração em dois níveis e a incidência do princípio democrático.....	237
5.5.1.3	O Comitê de Investimentos.....	239
5.5.1.4	A opção quanto à gestão interna ou externa dos investimentos.....	240
5.5.1.5	Mecanismos de gerenciamento de riscos, controles internos, <i>compliance</i> e auditoria	248
5.5.2	<u>Parâmetros operacionais de investimentos</u>	250
5.5.2.1	O processo decisório.....	250
5.5.2.2	Monitoramento e avaliação de performance.....	252
5.5.2.3	Transparência	253
5.5.3	<u>Parâmetros materiais de investimentos</u>	256
5.5.3.1	O conteúdo mínimo da política de investimentos	256
5.5.3.2	Estratégias de investimentos: alocação de ativos, limites prudenciais e outras restrições.....	257
5.5.3.3	Função regulatória.....	259
5.6	Controle externo do Estado investidor: a questão das <i>capacidades institucionais</i> ..	260

CONCLUSÕES	264
REFERÊNCIAS	271

INTRODUÇÃO

O Direito Público enxerga, em geral, o Estado como um ente criado para *gastar*. Tendo em vista a sua orientação para a satisfação de necessidades sociais, por intermédio da prestação de serviços públicos, o Estado existe para consumir as receitas que arrecada no desempenho de atividades voltadas para o atendimento dos interesses da sociedade.

O que parece de uma lógica muito simples, no entanto, não é exatamente assim. Há inúmeras variáveis nessa equação. A primeira delas diz respeito às ideias de *equilíbrio financeiro e orçamentário* e de *responsabilidade fiscal*, pelas quais, em apertada síntese, o Estado deve gastar somente aquilo que arrecada e os agentes públicos ordenadores de despesas devem observar, sob pena de responsabilidade administrativa, civil e criminal, limites legais de comprometimento das receitas públicas, de modo a não deixar como testamento para seus sucessores uma situação fiscal deficitária.

Outra variável importante é a de que as necessidades sociais estendem-se e tendem a se ampliar no tempo – por conseguinte, as despesas públicas são, em parte considerável, de caráter continuado e crescentes. É certo que, sob o signo da *economicidade*, impende que o Estado reduza ao máximo possível suas despesas sem prejuízo dos benefícios sociais cuja quantidade e qualidade, em princípio, não podem decrescer. Contudo, nem mesmo a máxima austeridade no controle dos gastos públicos será capaz de impedir seu crescimento vegetativo – decorrente, por exemplo, do aumento da população – ou mesmo crescimentos mais acelerados e dramáticos, em virtude de situações de excepcionalidade, como catástrofes naturais ou acidentes de grande escala, ou, ainda, de má gestão. Na verdade, é possível afirmar que as exigências da população aumentarão ou, quando menos, serão mais e melhor verbalizadas em proporção direta com a consolidação da democracia, percepção que levou EVA DESDENTADO DAROCA, inspirada em SARTORI, a afirmar que os regimes democráticos tendem a ser deficitários:

“[...] Por um lado, a conversão, pelo Estado social, das sociedades ocidentais em *sociedades de expectativas* gera uma pressão sobre o gasto público, difícil de frear. E mais: *o sistema democrático parece também coadjuvar o incremento do gasto e do déficit públicos*. Nesse sentido, Sartori denunciou a ausência de estruturas adequadas nas democracias atuais para limitar o gasto do Estado. No sistema representativo inicial, o Parlamento tinha um forte interesse em evitar o endividamento público porque seus membros eram os que suportariam o respectivo custo. A atuação econômica do Estado se guiava, assim, por um princípio limitador do gasto: ‘no taxation without representation’. Na atualidade, o sufrágio universal determinou uma separação entre quem demanda e obtém os benefícios dos programas públicos e quem proporciona os ingressos para suportar seus custos. Dessa forma, o princípio que rege

a atuação econômica do Estado é um princípio incrementador dos gastos: ‘more taxation via representation’.¹

O Estado tem a necessidade de expandir sua arrecadação de receitas públicas para enfrentar tais desafios. A medida mais óbvia, qual seja, a de aumento da carga tributária, é antipática e mais arriscada do que se supõe, tanto do ponto de vista econômico como sob as perspectivas operacional e jurídica. O endividamento público é uma saída indesejável, pois, ao final, aumenta ainda mais as despesas públicas. Resta, como alternativa relevante, a maximização de outras fontes de receitas públicas, não decorrentes do crédito público (como a emissão de títulos da dívida pública) ou da economia privada (como os tributos), mas da própria atuação do ente público e, em especial, da exploração econômica de seus ativos, em particular de seus recursos financeiros.

Tal exploração econômica, a rigor, já acontece, mas nem sempre com o objetivo claro e explícito de obtenção de resultados financeiramente interessantes e, eventualmente – ou mesmo por isso –, sob gestão economicamente ineficiente. Às vezes, até se enxerga o foco na obtenção de rendimentos relevantes na ação estatal, mas sem uma disciplina específica, o que pode abrir espaço a uma gestão de ativos desqualificada ou mesmo fraudulenta, com sérios prejuízos aos cofres públicos e, em situações extremas, ampliação ainda maior das despesas públicas.

A ineficiência e o voluntarismo da gestão dos ativos públicos financeiros devem ser substituídos por uma gestão especializada, com a perspectiva do *investidor*. Isso significará reconhecer que, na gestão de seus recursos, o Estado está legitimado a praticar ações que se destinem à obtenção de rendimentos que, ao fim e ao cabo, serão aplicados na prestação de serviços públicos, mas que, num primeiro momento, importarão retorno de investimentos financeiros. Nessas ações, o Estado agirá como um *agente econômico*, despedido de quaisquer prerrogativas de intervenção na economia, razão pela qual, por suas peculiaridades, demanda uma disciplina jurídica específica, que dê segurança ao administrado quanto à boa gestão dos

¹ DESDENTADO DAROCA, Eva. Crisis y Transformación del Derecho Administrativo. In SADDY, André; LINARES MARTÍNEZ, Aurilivi (coord.). **Direito das Infraestruturas: Um Estudo dos Distintos Mercados Regulados**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 3. Os grifos foram acrescentados. Tradução livre do espanhol: “[...] Por un lado, la conversión por el Estado social de las sociedades occidentales en sociedades de expectativas genera una presión sobre el gasto público difícil de frenar. Es más, el sistema democrático parece coadyuvar al incremento del gasto y del déficit públicos. En este sentido, Sartori ha denunciado la ausencia de estructuras adecuadas em las democracias actuales para limitar el gasto del Estado. En em sistema representativo inicial, el Parlamento tenía un fuerte interés en evitar el endeudamiento público porque SUS miembros eran los que iban a suportar el coste del mismo. La actuación económica del Estado se guiaba así por un principio limitador del gasto: ‘no taxation without representation’. En la actualidad, el sufragio universal há determinado una separación entre quienes demandan y obtienen los beneficios de los programas públicos y quienes proporcionan los ingresos para sufragar sus costes. De esta forma, el principio que rige la actuación económica del Estado es un principio incrementador del gasto: ‘more taxation via representation’.”

recursos públicos e aos demais agentes do mercado que se relacionarem com o Estado nessa condição.

É disso que se pretende tratar nesta tese de doutorado. Trata-se, salvo melhor juízo, de uma abordagem inédita do tema, que, sendo certo que nem sempre o Estado atua na economia com propósito interventivo e que, na qualidade de *investidor institucional – vale dizer, de ente que tem o dever de proceder aos investimentos e às aplicações financeiras que digam com as melhores práticas de administração dos ativos públicos* –, precisa atuar sob o jugo de normas jurídicas claras, que permitam ao Estado ampliar suas receitas dentro de limites razoáveis de exposição a risco financeiro e disponibilizem aos órgãos de fiscalização e controle da Administração Pública as ferramentas necessárias para, também quanto a esse aspecto, aferir a eficiência da ação estatal.

Já são muitos os estudos e as publicações que discutem a tormentosa questão da sindicabilidade dos direitos sociais de caráter prestacional e, por conseguinte, do controle das políticas públicas e dos orçamentos, inclusive na esfera judicial. Incontáveis, por sua vez, as profundas abordagens da contenção dos gastos públicos e ao atendimento dos limites da responsabilidade fiscal. De uma forma geral, aliás, é possível afirmar que o estudo da *economicidade* como um aspecto da *eficiência* preconizada pela Constituição de 1988 está, em sua esmagadora maioria, concentrado na investigação da relação *custo-benefício* da prestação de serviços públicos, o que bem denota o foco na despesa. Partindo-se do truísmo de que a Administração Pública *eficiente* é aquela que gasta menos do que arrecada, a economicidade e a responsabilidade fiscal residem, basicamente, na *redução das despesas públicas*².

Ora, há três formas de gastar-se menos do que se arrecada: ou bem se reduzem os gastos, ou bem se amplia a arrecadação, ou se fazem ambos conjuntamente. A primeira possibilidade encontra evidentes obstáculos de grande monta, sobretudo naquilo que diz com as despesas de pessoal, calcanhar-de-aquiles da maior parte dos entes públicos e alvo das maiores limitações impostas pela Constituição (art. 169 e seus respectivos parágrafos) e pela Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n.º 101/2000, especialmente os arts. 18 a 20).

² Nesse sentido, v., por exemplo, FERNANDES, Jorge Ulisses Jacoby. **Tribunais de Contas do Brasil – Jurisdição e Competência. 2.ed revista, atualizada e ampliada.** Belo Horizonte: Fórum, 2005, p. 49-50. Em sentido semelhante, mas com foco na Lei de Responsabilidade Fiscal, v. CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. **Investimento das Empresas Estatais e Endividamento Público.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 22 e seguintes.

De fato, a estabilidade própria do regime jurídico dos servidores públicos, a usual precariedade dos mecanismos de gestão de recursos humanos da Administração Pública e o altíssimo custo político das exonerações e enxugamentos de quadros de pessoal são alguns dos entraves à redução das despesas com o funcionalismo público. A par disso, outras despesas de custeio administrativo são de difícil diminuição, não apenas em virtude de fatores como a insuficiência dos aparelhos públicos e da prestação de serviços públicos, mas também porque, não raro, as reduções de custos não se casam com a agenda política dos governantes. E ainda existe, lamentavelmente, o ralo da corrupção...

Portanto, as demais hipóteses de gasto interior à arrecadação consideram uma virtual impossibilidade de redução significativa de despesas ou, ao menos, uma relativamente baixa elasticidade nesse controle. Muda-se, então, a perspectiva para visar ao aumento da arrecadação, de modo a que o saldo entre receitas e despesas seja, ao final, positivo. A concentração no incremento das receitas públicas volta-se primordialmente para as chamadas *receitas derivadas*, que, na escorreita lição de RICARDO LOBO TORRES,

“[...] são as provenientes da economia privada, representadas pelo tributo, pelos ingressos parafiscais e pelas multas. *Originárias* são as que decorrem da exploração do patrimônio do Estado, compreendendo os preços públicos, as compensações financeiras e os ingressos comerciais.”³

A principal fonte de receita pública é, por excelência, o *tributo*, uma receita derivada. A comparação entre os valores arrecadados por intermédio da tributação e os obtidos, por exemplo, com a exploração do patrimônio imobiliário ou mesmo a título de dividendos distribuídos pelas empresas estatais o evidencia: as receitas tributárias, em geral, superam largamente as demais⁴.

Indaga-se: quais as razões para isso? Uma das possíveis razões seria uma “relativa facilidade” na exação, exclusivamente dependente, para a sua legitimação, da edição de um ato político (a edição da norma de incidência tributária) e, para a sua configuração, a prática de um ato ou negócio jurídico. Tal suposta facilidade residiria no simples fato de a exação fiscal independer de qualquer acordo de vontades entre o Estado e o particular – apenas a

³ TORRES, Ricardo Lobo. **Curso de Direito Financeiro e Tributário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 186.

⁴ Segundo os dados levantados pela Secretaria do Tesouro Nacional, a União arrecadou, em 2013, R\$ 753.641,8 milhões em tributos (somados os impostos e as contribuições e excluídas as receitas da Previdência Social), ao passo que as demais receitas (inclusive dividendos) alcançaram a monta de R\$ 141.036,3 milhões (Cf. BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Resultado do Tesouro Nacional – v. 19, n. 12 (dezembro/2013)**. Brasília: STN, janeiro/2014, p. 7. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Politica_Fiscal/arquivos/Nimdez13.pdf. Acesso em: 12 fev. 2014.).

vontade do Estado, manifestada por intermédio da lei, importará, sendo-lhe inteiramente irrelevante a vontade do contribuinte para alcançar o resultado arrecadação.

Todavia, o que parece um caminho tranquilo traduz-se, na verdade, numa via tortuosa e de bem restritas alternativas de percurso. Justamente por se tratar de uma restrição a direitos fundamentais – em especial, à propriedade, mas também a outros, como à liberdade de empresa ou à livre concorrência –, a tributação está sujeita a severos limites de jaez constitucional (v.g., as imunidades e, contemporaneamente, o princípio da razoabilidade ou da proporcionalidade⁵), demarcando as possibilidades de imposição sobre os administrados.

Por outro lado, a adoção de mecanismos negociais de geração de receitas públicas, como os investimentos financeiros, pode apresentar maior flexibilidade de formas, uma vez que são incontáveis as modalidades de negócio jurídico em que o Estado, com o aporte de dinheiro, pode auferir rendimentos. Será essa uma das bases racionais para que o Estado siga o que se pode denominar de *lógica do investidor*: a possibilidade de o Poder Público, na exploração dos bens públicos, maximizar suas receitas, pois, atendidos os limites legais do Estado (como, por exemplo, a obrigatoriedade da licitação prévia a qualquer contratação, ressalvados os casos legais de dispensa ou inexigibilidade), descortinam-se-lhe as várias alternativas.

Pretende-se, portanto, sustentar a tese de que, para além das modalidades de atuação estatal na economia de cunho marcadamente interventivo, é constitucionalmente admissível – e, em certa medida, até mesmo necessário – reconhecer-se ao Estado a oportunidade de posicionar-se como um agente econômico que, como um *investidor institucional*, habilite-se a auferir recursos financeiros que não são relacionados com suas atividades habituais, como as aplicações financeiras e as operações de mercado de capitais, por exemplo, e com vistas a ampliar a rentabilidade desses investimentos.

Vencida essa premissa, é também do objeto desta tese apontar os limites e possibilidades dessa espécie de atuação estatal, identificando-se os contornos constitucionais e legais existentes para tanto. Seguir-se-á, então, a uma análise crítica dos (poucos) marcos normativos existentes e à proposição de outros, com o objetivo de demonstrar que, sob disciplina adequada, a identificação da *disciplina jurídica do Estado investidor* servirá como instrumento de busca mais eficaz da *eficiência e moralidade administrativas* preconizadas pela Constituição de 1988, hoje ainda consideravelmente restrita, ao menos na seara do

⁵ Cf. BARROSO, Luís Roberto. **Interpretação e Aplicação da Constituição**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 218-246. Para registro quanto a uma distinção entre a *razoabilidade* e a *proporcionalidade* (conquanto de pouca relevância para o presente trabalho), v. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. **Interpretação Constitucional e Direitos Fundamentais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 358 e seguintes.

Direito Financeiro, ao controle e à otimização das despesas públicas, sem a mesma dedicação ao tema das receitas públicas.

Impõe-se, para tanto, delinear o conceito adotado de *investidor institucional*, o que se faz com recurso à definição de ALEXANDRE ASSAF NETO:

“Toda pessoa jurídica que tem por obrigação legal investir parte de seu patrimônio no mercado financeiro é conhecida por *investidor institucional*.”⁶

Optou-se por concentrar-se a tese nos *investimentos financeiros*, isto é, as aplicações de recursos em espécie nos mercados financeiro e de capitais – em particular, no que se denominará *investimento-rendimento*, ou seja, o investimento primordialmente orientado à rentabilidade (em contraposição ao *investimento-fomento*, de cunho interventivo)⁷. Por óbvio, há outras modalidades de investimentos nos quais o Estado pode engajar-se, como é o caso, por exemplo, dos investimentos em imóveis. Estas, de todo modo, poderão ser brevemente mencionados ao longo do texto e, em que pese às suas características específicas, não se descarta a hipótese de que algumas das conclusões atingidas ao final deste estudo lhes possam ser também aplicáveis.

Para tanto, a tese está estruturada de modo a enfrentar as seguintes questões:

PRIMEIRA QUESTÃO: os investimentos financeiros dos entes públicos poderiam ser considerados como uma espécie de *intervenção do Estado na economia*?

SEGUNDA QUESTÃO: existem obstáculos à concepção do Estado como ente apto à prática de investimentos financeiros? De que natureza são? Seriam superáveis?

Para responder a essas perguntas: o Capítulo 1 é dedicado à investigação de pressupostos teóricos, o que se fará mediante o desenvolvimento de dois argumentos principais, quais sejam: (i) as aplicações financeiras do Estado não são necessariamente mecanismos de intervenção na economia; (ii) a resistência à percepção de rendimentos pelo Estado é eminentemente cultural, uma vez que o ordenamento jurídico já contempla a possibilidade de os entes públicos auferirem lucro, ainda que com propósito primordialmente interventivo. Em síntese, não é novidade que o Estado *ganhe dinheiro* em atividades nas quais, diversamente do que se dá no caso da tributação, a sua relação com o particular não apresente subordinação jurídica.

TERCEIRA QUESTÃO: é juridicamente admissível a figura do *Estado investidor*?

⁶ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282. O grifo é do original.

⁷ V. *infra*, Capítulo 2. Dessa forma, sempre que houver referência a *investimentos financeiros do Estado* neste estudo, cuidar-se-á de hipóteses de *investimento-rendimento*, salvo quando houver expressa indicação de que também se trata de aplicações com objetivos de fomento.

Após a abordagem dos pressupostos teóricos, o enfrentamento dos obstáculos sociológicos e políticos e a superação dos aparentes óbices jurídicos no Capítulo 1, fica preparado o terreno para que se passe ao Capítulo 2, no qual se pretende demonstrar que existe lastro constitucional para que se reconheça a validade jurídica da figura do Estado como *investidor institucional* e, assim, proceder ao respectivo delineamento conceitual. Procurar-se-á demonstrar que as aplicações financeiras de recursos públicos, orientadas ao posterior custeio de despesas específicas, são consentâneas com os princípios constitucionais de *eficiência* e *economicidade* e, ademais, serão relevantes para a observância da equidade intergeracional, isto é, da justa distribuição de benefícios e encargos entre as gerações.

O Capítulo 2 também abordará, outrossim, a relação entre *risco* (em suas várias modalidades) e *retorno* – conceitos trazidos da Economia – sob uma perspectiva jurídica, assentando a imbricação entre o conceito econômico de *custo de oportunidade* e o conceito jurídico de *perda de chance*. Com isso, remeter-se-á novamente à seara constitucional, para fins de justificação dos investimentos como exigência de *proporcionalidade*.

Os apontamentos feitos nesse Capítulo, até então, talvez não fossem suficientes para diferenciar os investimentos financeiros efetuados com o propósito de obter *rendimentos* – nos quais a tese se concentra – e aqueles investimentos que o Estado faz com finalidade de *fomento*. Como se verá, a distinção é relevante para fins de determinação do grau de tolerância a risco financeiro do Estado em cada caso. Não obstante, também será objeto de breve análise a chamada *função regulatória dos investimentos* (a exemplo do que já se sustenta, por exemplo, para as *licitações*), quando o investimento, conquanto direcionado à rentabilidade, possa também, em caráter acessório, produzir efeitos regulatórios sobre o mercado.

QUARTA QUESTÃO: há experiências que podem servir de referência?

Uma vez reconhecido o arcabouço teórico e normativo para o *reconhecimento* do Estado como *investidor institucional*, cumprirá propor parâmetros gerais para a sua disciplina. Antes, porém, parece prudente identificar as experiências já existentes, tanto internacionais como nacionais. No Capítulo 3, serão relatadas algumas experiências de investimentos financeiros de recursos públicos em outros países. Para tanto, foram selecionados alguns *fundos de riqueza soberana* ou, simplesmente, *fundos soberanos*, sendo alguns deles fundos de custeio de previdência social. Trata-se de segmento bastante desenvolvido, com regras razoavelmente bem definidas – ainda que no campo do *soft law*, mediante a adoção de códigos de melhores práticas –, mas, mesmo assim, consideravelmente heterogêneo, tornando

a observação mais rica. O objetivo final é reunir as principais semelhanças e diferenças entre eles, formando-se uma espécie de quadro comparativo.

No Capítulo 4, por sua vez, a análise se dirigirá a exemplos nacionais. Aqui, em virtude da evolução mais tímida, foram colhidos apenas três exemplos, que, no entanto, são ainda bastante representativos, porque tirados de segmentos bem distintos: os regimes próprios de previdência social, os fundos de custeio de órgãos públicos e o Fundo Soberano do Brasil (FSB). O formato do Capítulo é basicamente o mesmo do anterior: após relato de suas características, serão coligidas, ao final, semelhanças e distinções entre os três, compondo-se, igualmente, um quadro comparativo.

O resultado dos Capítulos 3 e 4 será a construção de modelos indutivos, de base empírica, que, conjugados com os pressupostos teóricos dos Capítulos anteriores, fornecerão a base para a formulação de *standards* a que se proporá a última parte da tese.

QUINTA QUESTÃO: diante dos pressupostos teóricos, do arcabouço normativo existente e da dedução de experiências internacionais e nacionais relevantes, é possível conceber parâmetros para uma disciplina geral dos investimentos financeiros praticados por entes públicos brasileiros?

Essa é, de fato, a principal questão a ser respondida, o cerne da tese. No Capítulo 5, cuidar-se-á, primeiramente, de desmistificar a restrição que se identifica no art. 164, § 3º, da Constituição Federal para os investimentos financeiros estatais. A tarefa seguinte é a de indicar limites gerais para os investimentos estatais, analisando-se o “conflito de personalidade” entre o Estado investidor e o Estado interventor/fomentador (em retomada da distinção iniciada no Capítulo 2) e o delicado equilíbrio entre os investimentos financeiros e o custeio das prestações estatais. Por fim, propor-se-ão parâmetros para a disciplina do tema, bem como serão brevemente abordados os desafios do controle externo da atividade do Estado investidor, considerando as capacidades institucionais e os limites dos órgãos e entidades de fiscalização.

A tese se conclui com a formulação de proposições objetivas, que sintetizarão as ideias desenvolvidas ao longo do trabalho.

Finalmente, dois comentários são importantes. Em primeiro lugar, é importante refutar, desde já, a eventual crítica de que esta tese seria mais um trabalho de Economia que de Direito. É, de fato, um estudo que incorpora conceitos e teorias da Ciência Econômica, como também, pontualmente, da Contabilidade Pública, da Ciência Política e mesmo da Sociologia; isso, no entanto, não o torna menos *jurídico* – o recurso aos outros ramos do saber

se dá na medida necessária ao enfrentamento de algumas questões e à fundamentação de argumentos relevantes para a demonstração dos objetivos do estudo.

O diálogo com outras ciências não só é desejável, como, na verdade, é indispensável, para a melhor compreensão dos fenômenos que o Direito tenciona disciplinar. O estudo *ensimesmado* do Direito, isolado de outras áreas do conhecimento, tornou-se insuficiente para tanto. A imbricação entre Direito e Economia, em especial, é bem descrita por RACHEL SZTAJN:

“A relação entre Direito e Economia é tão antiga quanto a última, embora seja vista como alguma coisa marginal, de pouca importância, e é imensa a contribuição que o diálogo entre Direito e Economia (Ciências Sociais aplicadas) pode oferecer ao propor soluções para questões atuais. [...]

Por conta de diferentes metodologias utilizadas pelos dois ramos do conhecimento – o modelo dogmático e abstrato ensinado nas escolas de Direito e a construção de modelos a partir de dados empíricos recolhidos na sociedade associados a teorias – nas escolas de economia –, os operadores do Direito vêm com desconfiança e com restrições as tentativas de associar o raciocínio econômico aos esquemas abstratos predominantes na formulação e análise das normas jurídicas. Esquecem-se, entretanto, de que, por estarem mais presos à análise da realidade social, os economistas vêm enveredando rapidamente pelos meandros dos modelos normativos propostos pelo Direito.”⁸

Essa visão explica, de certa maneira, a própria metodologia desta tese, que, por assim dizer, *começa e termina jurídica, mas tangencia a pesquisa econômica no meio*: os dois primeiros Capítulos são tipicamente trabalhos de Ciência do Direito, que expõem o raciocínio *lógico-dedutivo* habitual; os dois seguintes, por seu turno, exibem uma abordagem claramente *indutiva*, típica da Economia, em que são selecionados dados *empíricos* para a formulação de modelos; o quinto e último Capítulo, por fim, retorna ao método usual da ciência jurídica, formulando-se proposições abstratas para aplicação em situações concretas.

O segundo comentário, na verdade, é um alerta. Como se cuida de um tema ainda muito pouco explorado na ciência jurídica brasileira, não existe, em absoluto, qualquer pretensão de esgotamento com esta tese, mesmo porque isso estaria muito além das capacidades de seu autor. Surgida de uma sincera preocupação, tem o intuito de propor caminhos para a atuação legal, correta e moralmente aceitável da Administração Pública num campo em que se lançou (ou foi lançada...) de modo inexorável. Espera-se que seja apenas uma entre as tantas obras a ser dedicadas ao assunto, que é instigante e merece grande atenção. O estudo, neste caso, não buscou o ineditismo unicamente pela obrigação imposta ao doutoramento, mas pelo desafio que dele decorre.

⁸ SZTAJN, Rachel. *Law and Economics*. In ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 74-76.

Sabe-se: há riscos. Por isso, as críticas são bem-vindas. E se é certo que, como se procurará demonstrar, *risco e retorno* andam juntos, a tese terá cumprido as expectativas do autor se for capaz de disseminar um pouco do interesse pelo tema na comunidade jurídica nacional e, ainda, oferecer alguma contribuição minimamente relevante para o seu estudo. Esse é o melhor retorno que se pode esperar.

1 PRESSUPOSTOS TEÓRICOS

1.1 Considerações iniciais

O Estado de Direito – tem-se como ponto pacífico – subordina-se às normas jurídicas e, sobretudo, às normas constitucionais⁹. Cabe à Constituição, portanto, determinar qual o papel que se reserva ao Estado na economia, por intermédio do que se convencionou denominar de *Constituição econômica*. ANDRÉ RODRIGUES CYRINO extrai de autores como GASPAR ARIÑO ORTIZ, EROS ROBERTO GRAU, VITAL MOREIRA e SABINO CASSESE uma definição razoavelmente consensual da Constituição econômica como sendo “os aspectos da Constituição formal que disponham sobre a economia de um país”¹⁰.

Perquirir a existência (ou não) de base constitucional para o reconhecimento do *Estado como investidor institucional* – tarefa a que se dedica o Capítulo 2 desta tese – demanda a prévia identificação do conteúdo dessa *Constituição econômica*. Saber qual a posição conferida pela Constituição ao Poder Público diante do mercado – ou dentro dele, como se pretende – é crucial para que se possa verificar se os investimentos financeiros são uma exigência constitucional ou, pelo menos, não lhe são contrários. Para tanto, o tópico seguinte discorrerá, de modo muito sintético, a respeito das teorias mais abrangentes sobre a Constituição econômica.

Como se demonstrará, a disciplina constitucional do papel do Estado na economia, de uma forma geral, reconhece a sua atuação unicamente sob o viés interventivo – vale dizer, a Constituição econômica praticamente se restringe a fixar os limites da interferência estatal nas relações econômicas privadas. Diante disso, será necessário apurar se os investimentos financeiros do Estado configuram ou não uma modalidade de atuação *interventiva* na economia.

Também se insere neste Capítulo um debate importante, concernente à relação entre o Estado e a *rentabilidade* ou o *lucro* (aqui compreendido em seu sentido amplo) – afinal, os investimentos financeiros destinam-se à obtenção de rendimentos, de modo que a análise do *Estado investidor* pressupõe, por óbvio, que possa e busque auferir um resultado financeiro

⁹ V., dentre outros, SUNDFELD, Carlos Ari. **Fundamentos de Direito Público**. 4.ed, 10. tiragem. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 37 e seguintes.

¹⁰ CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 69-71.

positivo. Para tanto, pede-se vênia para uma breve e elementar digressão política e sociológica, que enfrentará a resistência cultural ao lucro de entes públicos, para que, posteriormente, sejam assinalados exemplos concretos em que o Estado, de fato, *ganha dinheiro*: as empresas estatais, as chamadas *empresas público-privadas* e os fundos soberanos, estes últimos inseridos no contexto do chamado *capitalismo de Estado*.

1.2 O papel do Estado na economia

1.2.1 Histórico

Ao dedicar-se à ordenação constitucional da economia, a *teoria da Constituição econômica* navega entre dois arquétipos, quais sejam, a ampla liberdade dos mercados (*laissez-faire*) e o absentéismo estatal, propugnados pelo liberalismo, e a total conformação (ou planificação) da economia, passando pelo intervencionismo estatal característico dos regimes social-democratas – portanto, gira em torno da normatização do papel do Estado no domínio econômico¹¹. Nessa escala, três modelos são interessantes a esta tese: mais alinhada com o arquétipo do *laissez-faire* está a *experiência norte-americana*, que pouco terá do que, *metodicamente*, se reconhece como uma *teoria*; o *pensamento jurídico alemão*, por sua vez, formulou, como é habitual, pensamento sistemático sobre a Constituição econômica, já concebendo uma disciplina para a intervenção estatal; por fim, a *teoria da Constituição dirigente*, consagrada principalmente a partir da década de 1970 em países como Portugal (1976), Espanha (1978) e Brasil (1988), que, mesmo não sendo vocacionada a uma total planificação da economia, decerto se propunha à intensa conformação das ordens política e econômica¹².

Nos EUA, a controvérsia a respeito da existência ou não de uma disciplina constitucional para a economia se inicia com o julgamento do célebre caso *Lochner v. New York*¹³, no qual a Suprema Corte declarou a inconstitucionalidade da fixação, por lei estadual, da jornada de trabalho dos padeiros. Como se sabe, concluiu-se que a limitação legal interferia na liberdade de contratar de modo *irrazoável* e, portanto, contrário ao princípio do *devido processo legal* em seu aspecto *subjetivo*, aplicável aos Estados por força da Décima

¹¹ CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 71.

¹² CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 69-72 e seguintes,

¹³ 198 U.S. 45 (1905).

Quarta Emenda à Constituição norteamericana¹⁴. A partir de então, a Suprema Corte sistematicamente declarou a inconstitucionalidade de diversos diplomas legais que consubstanciariam interferência estatal nos negócios privados, durante o período que recebeu a alcunha de *Era Lochner* e durou até o final da década de 1930.

O pensamento dominante na *Era Lochner*, de viés liberal, era restritivo quanto à intervenção do Estado na economia e, em tese, o admitiria apenas para fins de proteção do trabalhador em situação de vulnerabilidade ou da saúde pública. Para tanto, teria adotado, segundo seus críticos (dentre os quais estava o *Justice* HOLMES, como manifestou no voto vencido que prolatou no próprio caso *Lochner*, em 1905), a falsa premissa de que a Constituição dos EUA havia abraçado um modelo econômico de *laissez-faire*¹⁵. O panorama começou a mudar apenas com a edição do *New Deal*, ambicioso plano econômico capitaneado pelo então Presidente dos EUA, FRANKLIN ROOSEVELT, e caracterizado pela edição de leis de forte intervenção no domínio econômico, com vistas à recuperação do país após a crise de 1929.

No entanto, fiel à jurisprudência construída ao longo da *Era Lochner*, a Suprema Corte julgou inconstitucionais diversas leis de capital importância para o planejamento de recuperação da economia norteamericana. Sobre o período, anota LUÍS ROBERTO BARROSO:

“[...] Estabeleceu-se um confronto entre o Executivo e o Judiciário. Reeito em 1936, no início do ano seguinte Franklin Roosevelt envia uma mensagem legislativa ao Congresso modificando a composição da Suprema Corte, com vistas a obter maioria naquele colegiado. Conhecida como *court-packing plan*, a lei não foi aprovada pelo Congresso. Mas, pressionada, a Suprema Corte mudou sua orientação e abdicou do exame de mérito das normas de cunho econômico, encerrando o controle substantivo de tais leis. [...]”¹⁶

Por meio do *court-packing plan* (numa tradução literal, o “plano de empacotamento da Corte”), ROOSEVELT enviou mensagem ao Congresso com o objetivo de aumentar o número de juízes da Suprema Corte, de tal modo que, favorecido pela formação de uma nova maioria no Tribunal, conseguiria a mudança jurisprudencial necessária à preservação da validade das leis atinentes ao plano de recuperação econômica dos EUA. Ainda que não

¹⁴ Cf. BARROSO, Luís Roberto. **Interpretação e Aplicação da Constituição**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 220 e seguintes.

¹⁵ CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 79-80.

¹⁶ BARROSO, Luís Roberto. **Interpretação e Aplicação da Constituição**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 221-222. Sobre o assunto, v. também GUNTHER, Gerald. **Cases and Materials on Constitutional Law**. Ninth edition. Mineola: The Foundation Press Inc., 1975, p. 167-171.

tenha sido aprovado no Congresso americano, foi suficiente para constranger a Suprema Corte a modificar, ao menos em parte, o seu entendimento, reduzindo o alcance do *devido processo legal substantivo* à proteção das liberdades civis *não econômicas*¹⁷.

A partir de então, ganhou corpo o entendimento de que a Constituição norte-americana não definia, aprioristicamente, um modelo econômico refratário à intervenção do Estado nos mercados. No caso *West Coast Hotel v. Parish*¹⁸, em 1937, a Suprema Corte declarou a constitucionalidade de lei do Estado de Washington que fixava salário mínimo para mulheres, superando três décadas de predomínio da doutrina *Lochner* e, sobretudo, um desvio conceitual, segundo o qual o regime de *laissez-faire* pressuporia a não intervenção estatal na economia: na verdade, a intervenção do Estado é indispensável à própria liberdade dos mercados, uma vez que caberia ao legislador, à Administração Pública e, ainda, ao Judiciário a garantia da liberdade de contratar e da efetividade dos contratos, assim como do direito de propriedade¹⁹.

Por sua vez, a Europa ocidental viu a construção formal de uma *teoria da Constituição Econômica*. A doutrina, em geral, vislumbra seu nascedouro no pensamento jurídico alemão, debruçado sobre a Constituição da República de Weimar (1919) no período posterior à Primeira Guerra Mundial, ocasião em que floresceu o *ordoliberalismo*, corrente da Economia Política que se colocava numa posição intermediária entre o liberalismo mais radical e o socialismo dos movimentos trabalhistas, em grande tensão naquela quadra histórica de crise²⁰.

Segundo os teóricos do ordoliberalismo, a Constituição econômica encerraria uma decisão política – no sentido *schmittiano* de *Constituição material*²¹ – de dar execução a uma ordem econômica anteriormente estabelecida, assentando-se bases normativas para a legitimação do capitalismo²². Por outro lado, assinala CHRISTIAN JOERGES, a teoria era “pós-*laissez-faire* naquilo que atribuía a tarefa de assegurar a *ordo* da esfera econômica ao Estado”, citando a paradoxal expressão *intervencionismo liberal*, cunhada por WALTER

¹⁷ Sobre o tema, v. SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. **Direito Constitucional – Teoria, História e Métodos de Trabalho**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 466-467.

¹⁸ 300 U.S. 379 (1937).

¹⁹ Nesse sentido, v. AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 6; CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 79-83.

²⁰ Cf. JOERGES, Christian. What is left of the European Economic Constitution? **EUI Working Paper LAW**, Florença, n. 13, nov. 2004. Disponível em: <http://www.iue.it/PUB/law04-13.pdf>. Acesso em: 17 dez. 2013.

²¹ V. SCHMITT, Carl. **Teoría de la Constitución**. Trad. Francisco Ayala. 4. reimpressão. Madrid: Alianza Editorial, 2006, p. 45 e seguintes.

²² CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 80 e seguintes; v. também EHMKE, Horst. **Economía y constitución**. Trad. Miguel Azpitarte Sánchez. Disponível em: <http://www.urg.es/~redce/REDCE5/articulos/13horstehmke.htm>. Acesso em: 17 dez. 2013.

RÖPKE, para caracterizar tal função²³. Em síntese, tratava-se de um Estado mais intervencionista que aquele do liberalismo clássico, mas sem o intento socialista de planificação da economia.

A esquerda weimariana não poupou críticas ao ordoliberalismo – HERMAN HELLER o classificou como *liberalismo autoritário*, estabelecendo-se uma controvérsia que a Lei Fundamental de Bonn, de 1949, não resolveu. Ao revés, não definiu claramente um regime econômico, possivelmente em virtude de sua pretensão de provisoriedade²⁴ (que não se confirmou, como é sabido), ensejando entendimentos diversos sobre a questão. Sobre o tema, permita-se a reprodução do magistério de EROS ROBERTO GRAU:

“O silêncio da Lei Fundamental a propósito da definição de um sistema econômico desencadeou, no seio da doutrina, o que se chamou de ‘um conflito na Constituição Econômica’ – *die Streit um die Wirtschaftsverfassung*. Alinharam-se, então, diversos entendimentos. De um lado, o de que a Constituição atribuía ao legislador ordinário o dever de observar neutralidade (estrita), quanto às ideologias e doutrinas econômicas, ao inovar a ordem jurídica. D’outro, o de que o legislador não estaria impedido de decidir-se por determinado sistema econômico – a Constituição não definiria nenhuma ordem econômica (mundo do dever ser), cabendo ao legislador ordinário fazê-lo, dentro de certos limites. De outro, ainda, a Constituição definiria uma *decisão econômica*, por uma *economia social de mercado*, segundo uns, ou por uma Constituição Econômica *mista* – esta contemporizando elementos do mercado livre e de direção da economia [...]”²⁵

O Tribunal Constitucional Federal da Alemanha acolheu a segunda concepção mencionada por GRAU, quando, em decisão proferida em julho de 1954, declarou que a Lei Fundamental de Bonn não garantiria nem a neutralidade político-econômica, nem estabeleceria as bases normativo-constitucionais para uma economia social de mercado, posição posteriormente confirmada em julgado de 1976²⁶. Tal definição, segundo o *Bundesverfassungsgericht*, foi confiada ao legislador infraconstitucional. Ainda assim, a

²³ JOERGES, Christian. What is left of the European Economic Constitution? **EUI Working Paper LAW**, Florença, n. 13, nov. 2004, p. 11. Tradução livre do inglês: “It was post-*laissez-faire* in that it assigned the task of ensuring the *ordo* of the economic sphere to the state. Walter Röpke used the oxymoron ‘liberal interventionism’ to characterize this function.”

²⁴ O art. 146 da *Lei Fundamental de Bonn* expressamente preceitua: “*Esta Lei Fundamental que, uma vez colmatada a unidade e liberdade da Alemanha, subordina todo o povo alemão, será revogada no dia em que entrar em vigor uma Constituição adotada em livre decisão pelo povo alemão*” (tradução livre do espanhol: “Esta Ley Fundamental que, una vez colmada la unidad y libertad de Alemania, rige para todo el pueblo alemán, quedará derogada el día en que entre en vigor una Constitución adoptada em libre decisión por el pueblo alemán.”). In BENDA, Ernst; MAIHOFER, Werner; VOGEL, Hans-Jochen; HESSE, Konrad; HEYDE, Wolfgang (org.). **Manual de Derecho Constitucional**. Trad. Antonio López Pina. Madrid: Marcial Pons, 2001, p. 900.

²⁵ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 8.ed revista e atualizada. São Paulo: Malheiros Editores, 2003, p.72.

²⁶ Cf. GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 8.ed revista e atualizada. São Paulo: Malheiros Editores, 2003, p.74.

doutrina ressalta que o legislador, porquanto subordinado em seu mister à consagração constitucional dos direitos fundamentais, deverá observar limites hierarquicamente superiores para a disciplina da intervenção estatal. É feliz a síntese de ANDRÉ RODRIGUES CYRINO:

“[...] Havendo ou não um capítulo intitulado ‘Da ordem econômica’, não se pode afastar a idéia de que a constituição econômica se constrói a partir de um sistema de direitos fundamentais, elemento estrutural da ordem política que se consagra, e que acabam, em última análise, por fixar os limites da atuação do Estado na economia.”²⁷

Descreva-se, ainda, uma terceira vertente da teoria da Constituição econômica, de enorme aceitação no Brasil e alinhada com a figura do *Estado Social de Direito: o dirigismo constitucional*, base teórica para a compreensão da Constituição como o veículo de projeto de emancipação social, profundamente conformador dos elementos político e econômico. Dentre as chamadas *Constituições dirigentes*, os mais candentes exemplos são a Constituição portuguesa de 1976, a Carta espanhola de 1978 e, evidentemente, a Constituição brasileira de 1988²⁸.

Em 1982, na sua célebre tese *Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador*, JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO definiu a Constituição dirigente pela presença de um conteúdo programático-constitucional, que, para além das Constituições-garantia típicas do Estado liberal, estabeleceria não apenas a distribuição de competências entre os órgãos do Estado e a proteção dos direitos de liberdade, mas também atribuiria ao Estado a realização de fins e a consecução de tarefas. Não bastaria ao Estado, portanto, erguer-se como ordem de uma organização e de um processo – esperar-se-ia do Estado Democrático de Direito que se legitimasse como um Estado de justiça social²⁹.

Para tanto, cuidou de afastar a concepção – a seu ver, mítica – de que o Estado poderia ser alheio à política. Afirmou o autor, textualmente, que “*todas as constituições pretendem, implícita ou explicitamente, conformar globalmente o ‘político’*”³⁰: quando a Constituição não contivesse normas que explicitem os fins e tarefas do Estado, isso significaria que os

²⁷ CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 94.

²⁸ Adote-se aqui uma indispensável premissa: quando houver referência às expressões *dirigismo constitucional* e *Constituição dirigente*, cuidar-se-á da formulação de J. J. GOMES CANOTILHO, segundo a qual o dirigismo constitucional importa na designação de fins e tarefas para a política, de modo a que a Constituição lhe forneça, como fundamento, a realização da justiça social, além da organização do Estado e da definição dos direitos de liberdade e os direitos políticos dos cidadãos. A delimitação tem uma óbvia razão: nenhum outro jurista exerceu tamanha influência sobre o constitucionalismo brasileiro quanto a essa matéria.

²⁹ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p 20-24.

³⁰ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 28.

mesmos seriam tidos como apriorísticos, fixados de acordo com a vontade do grupo político dominante (e, por isso, menos sindicáveis)³¹. Nessa linha de raciocínio, apenas a existência de normas constitucionais que definissem as tarefas e as finalidades do Estado, com vistas à promoção da justiça social, atenderia às exigências de compreensão normativo-material de legitimidade³².

Existiria, portanto, uma *agenda constitucional positiva* para o legislador, que se veria obrigado a concretizar, em nível infraconstitucional, as disposições que interferissem na ordem social e promovessem a justiça. Tais disposições, segundo CANOTILHO, eram as cláusulas de socialidade (fixação de fins e tarefas do Estado), a fixação de competências com imposição de diretivas materiais e a consagração de um catálogo de direitos econômicos, sociais e culturais como opções possíveis, resultando no que se denomina *bloco constitucional dirigente*. É explícita, portanto, a pretensão de balizamento constitucional para a direção estatal da economia, que vai muito além da mera preservação das liberdades fundamentais do liberalismo clássico ou mesmo da atuação estatal para a manutenção da ordem e da livre competição, própria do ordoliberalismo.

Não se podem esconder as raízes socialistas do dirigismo constitucional – ao menos, nos termos em que recepcionado no Brasil –, o que fica ainda mais claro diante da redação original da Constituição portuguesa de 1976, que expressamente acenava com a *transição para o socialismo*. Como se sabe, a crise do *Welfare State*³³ compeliu os teóricos da Constituição Dirigente a novas reflexões – assim foi que CANOTILHO, cerca de quinze anos depois, reviu parcialmente os conceitos expostos em sua tese de doutoramento, apresentando suas novas conclusões em ensaio intitulado *Rever ou Romper com a Constituição Dirigente? Defesa de um Constitucionalismo Moralmente Reflexivo*, que veio a ser incorporado, como Prefácio, à segunda edição de *Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador* (2001). Como é cediço, são ideias concebidas num contexto histórico inteiramente diferente daquele da Revolução dos Cravos: Portugal se inseria na União Europeia e, após sucessivas revisões constitucionais, a Carta lusitana já não mais exibia o mesmo colorido revolucionário de quando fora promulgada³⁴.

³¹ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 454.

³² CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 17.

³³ Sobre a questão, v. ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Princípios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004, p. 94 e seguintes.

³⁴ Sobre a questão, v. MOREIRA, Vital. A metamorfose da “Constituição económica”. **Revista de Direito do Estado**, Rio de Janeiro, v. 2, p. 381-394, abr./jun. 2006.

A partir de então, o autor luso passa a enxergar um elemento utópico e arrogante na vontade transformadora da Constituição dirigente: o voluntarismo consubstanciado na pretensão de disciplinar domínios que lhe são estranhos abriria caminho para a ditadura partidária e para a coerção moral e psicológica. Além disso, ignoraria outras formas de direção política alheias ao Estado, como os modelos de autodireção social (ante os quais o Estado retornaria ao seu papel subsidiário), as formas de delegação/descentralização da regulação e os modelos neocorporativos (como as organizações profissionais)³⁵.

Uma das questões centrais abordadas nesse ensaio/prefácio, notadamente imbricada com a ordenação econômica, é a de que o Estado, para CANOTILHO, não deveria mais assumir a postura totalizante e planificadora global. O que chama de *constitucionalismo moralmente reflexivo* demandaria a constitucionalização da responsabilidade social, a prevalência da diversidade sobre o autoritarismo e do contrato sobre a lei³⁶.

O catedrático de Coimbra reafirma o novo discurso em escritos posteriores. Em texto originalmente publicado em 2003, é ainda mais incisivo quando põe as Constituições e, em especial, a Constituição dirigente no campo das *metanarrativas*, ao lado das “récitas omnicompreensivas e totalizantes que conferem à história um significado certo e unívoco”, como as religiões, as filosofias historicistas ou o marxismo, por exemplo³⁷. O dirigismo constitucional, como *metanarrativa de convivência e transformação social*, propõe-se a se legitimar pela justiça social, pela lógica da melhor prestação social, cuja oponibilidade ao que denomina de *sociedade técnica* é praticamente nula. É com esse argumento que afirma a *morte* da Constituição dirigente como *metanarrativa* de caráter emancipatório unívoco³⁸.

Pois bem. Analisando a Constituição brasileira de 1988 à luz dos três modelos de *Constituição econômica* acima sumariados – *liberal, politicamente neutra* ou *dirigente*³⁹ –, a produção acadêmica mais recente vem afirmando que a Carta brasileira admite uma

³⁵ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Prefácio. In CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, p. IX-XI.

³⁶ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Prefácio. In CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, p. XXII-XXIII.

³⁷ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Estado pós-moderno e Constituição sem sujeito. In CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **“Brançosos” e Interconstitucionalidade: itinerários dos discursos sobre a historicidade constitucional**. 2.ed. Coimbra: Almedina, 2008, p. 154-155.

³⁸ CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Estado pós-moderno e Constituição sem sujeito. In CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **“Brançosos” e Interconstitucionalidade: itinerários dos discursos sobre a historicidade constitucional**. 2.ed. Coimbra: Almedina, 2008, p. 156.

³⁹ A tipologia é de SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. O dilema constitucional contemporâneo entre o neoconstitucionalismo econômico e o constitucionalismo democrático. In COUTINHO, Jacinto Nelson de; LIMA, Martonio Mont’Alverne Barreto (ORG.). **Diálogos Constitucionais: Direito, neoliberalismo e desenvolvimento em países periféricos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 119.

interpretação sob o viés da *neutralidade político-econômica*, sobretudo após as emendas constitucionais que, na década de 1990, reduziram as restrições ao capital estrangeiro, flexibilizaram os monopólios estatais no desempenho de atividades econômicas e abriram caminho para as privatizações de empresas estatais, dentre outras medidas liberalizantes⁴⁰. Nesse sentido, a característica *compromissória*⁴¹ da Constituição – a albergar princípios e valores antagônicos – e uma leitura democrático-deliberativa de seu texto, que rejeite a formação de amplos consensos morais perenemente vinculativos para o legislador, inviabilizariam o reconhecimento de um claro sentido ideológico na Constituição como um todo e, em particular, na Constituição econômica⁴², inexistindo, portanto, um *caminho de ferro* a seguir no que concerne à ordenação da economia.

Concordando-se ou não com essa tese, é fato que, como se ilustrou acima, as abordagens teóricas a respeito do papel reservado ao Estado na economia pela Constituição são sempre lastreadas numa dicotomia entre *Estado e sociedade*, ou melhor, entre *Estado e*

⁴⁰ As Emendas Constitucionais nº 5 a 9, de 1995, nº 36/2002 e nº 49/2006 modificaram substancialmente a conformação constitucional da ordem econômica, reduzindo o papel do *Estado empresário* e eliminando diversas restrições ao capital internacional. Em 15 de agosto de 1995, foram promulgadas: a Emenda Constitucional nº 5, que permitiu a privatização dos serviços de distribuição de gás canalizado, mediante concessão dos Estados; a Emenda nº 6, que excluiu do texto constitucional a definição de “empresa brasileira de capital nacional”; a Emenda nº 7, que abriu a navegação de cabotagem às embarcações estrangeiras; e a Emenda nº 8, que permitiu a privatização das telecomunicações. Em 9 de novembro do mesmo ano, promulgou-se a Emenda Constitucional nº 9, que flexibilizou o monopólio da Petrobras na exploração de petróleo e gás natural, admitindo a sua concessão a empresas privadas. A Emenda Constitucional nº 36, por sua vez, foi promulgada em 28 de maio de 2002 e admitiu a propriedade, por estrangeiros, de até 30% (trinta por cento) do capital total e votante das empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens. Por fim, a Emenda Constitucional nº 49, de 8 de fevereiro de 2006, flexibilizou o monopólio da União na exploração de atividades nucleares, admitindo a sua permissão a particulares.

⁴¹ Ainda que datada (v. nota anterior), é didática a explicação de LUÍS ROBERTO BARROSO: “*Compromissória* por ser um texto dialético, sem predomínio absoluto de uma única tendência política. Em um mundo ainda marcadamente dividido em dois blocos ideológicos antagônicos, o texto buscou um equilíbrio entre os interesses do capital e do trabalho. Ao lado da livre iniciativa, alçada à condição de princípio fundamental da ordem institucional brasileira, consagram-se regras de intervenção do Estado no domínio econômico, inclusive com a reserva de determinados setores econômicos à exploração por empresas estatais, alguns deles sob regime de monopólio. O texto contemplou, ademais, um amplo elenco de direitos sociais aos trabalhadores e impôs restrições ao capital estrangeiro”. V. BARROSO, Luís Roberto. *Doze Anos da Constituição Brasileira de 1988* (Uma breve e acidentada história de sucesso). In **Temas de Direito Constitucional**. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 11-12.

⁴² Cf., dentre outros, SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. O dilema constitucional contemporâneo entre o neoconstitucionalismo econômico e o constitucionalismo democrático. In COUTINHO, Jacinto Nelson de; LIMA, Martonio Mont’Alverne Barreto (ORG.). **Diálogos Constitucionais: Direito, neoliberalismo e desenvolvimento em países periféricos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, *passim*; CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 99 e seguintes. V., ainda, SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; MENDONÇA, José Vicente Santos de. Fundamentalização e fundamentalismo na interpretação do princípio constitucional da livre iniciativa. In SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel (coord.). **A Constitucionalização do Direito: Fundamentos Teóricos e Aplicações Específicas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.

*mercado*⁴³. A razão para tanto é até de alguma simplicidade: toda a teoria constitucional moderna foi construída sobre o ideário da limitação jurídica do poder estatal, em favor das liberdades individuais⁴⁴ – logo, a configuração da *Constituição econômica* diria, da mesma forma, com a interferência do Estado no pleno exercício de direitos fundamentais de índole econômica, como a autonomia para contratar e o direito de propriedade, dentre outros⁴⁵.

Em outras palavras, a teoria da Constituição econômica, de uma forma geral, percebe a participação do Estado na economia sempre como sendo de cunho *interventivo*, dedicando-se a tratar dos limites dessa intervenção do Estado na economia. Assim é que a própria definição do objeto de estudo do Direito Econômico, segundo FERNANDO HERREN AGUILLAR, diz com o papel do Estado na ordenação da economia. *In verbis*:

“[...] O Direito Econômico estuda o papel que o Estado desempenha na organização jurídica da estrutura do modo de produção econômica, notadamente na implementação de políticas públicas.

Por meio das normas de Direito Econômico, o Estado introduz variáveis compulsórias ou facultativas ao cálculo do agente econômico, destinadas a influenciar sua tomada de decisões no exercício de sua liberdade de empreender. [...]”⁴⁶

Dessa forma, a investigação quanto a uma eventual existência de sustentação constitucional para a figura do *Estado como investidor institucional* importa aferir se essa atividade, em si considerada, se traduz ou não em modalidade de intervenção econômica.

1.2.2 A disciplina constitucional da intervenção estatal na economia

Como visto, a participação do Estado no cenário econômico vem sendo normalmente tratada como uma participação de caráter sempre *interventivo*, à luz da consagração constitucional das liberdades fundamentais – particularmente, do princípio da *livre iniciativa* – e do direito de propriedade. A intervenção do Estado na economia se dá de diversas

⁴³ O que já era objeto da crítica de HORST EHMKE na década de 1960 (cf. EHMKE, Horst. **Economía y constitución**. Trad. Miguel Azpitarte Sánchez. Disponível em: <http://www.urg.es/~redce/REDCE5/articulos/13horstehmke.htm>. Acesso em: 17 dez. 2013).

⁴⁴ Nesse sentido, v. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. **Direito Constitucional: Teoria, história e métodos de trabalho**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 70 e seguintes.

⁴⁵ SABINO CASSESE afirma que há três abordagens de estudo da *Constituição econômica*: a primeira, tradicional, se atém aos atos administrativos e legislativos que incidem sobre a propriedade e a empresa, cuidando das relações entre *autoridade e liberdade* (em sentido semelhante ao aqui exposto); a segunda, por seu turno, se dedica à análise concomitante do discurso político (*policy analysis*) e das leis e atos pelos quais se manifesta; a terceira, finalmente, trata do *governo da economia*, vale dizer, das ações dos poderes públicos que interferem nas variáveis macroeconômicas, como poupança pública, a renda, a oferta de crédito, o consumo etc. (CASSESE, Sabino. Introdução. In CASSESE, Sabino (org.). **La nuova costituzione economica**. 4.ed rev. e atual., 3. reimpressão. Roma-Bari: Editori Laterza, 2011, p. 5-6.

⁴⁶ AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 30-31.

maneiras, inexistindo consenso doutrinário quanto à classificação de suas várias manifestações.

EROS ROBERTO GRAU, por exemplo, identifica em seu conhecido magistério um gênero *atuação estatal na economia* ou *atividade econômica do Estado em sentido amplo*, subdividido em duas espécies, quais sejam, a *prestação de serviços públicos* e a *atividade econômica em sentido estrito*, identificando apenas nesta última a *intervenção do Estado na economia*⁴⁷. O autor distingue as espécies pela titularidade da área em que atua o Estado: partindo da premissa de que *intervir* importa a atuação na área de outrem (no caso, o particular), sustenta a diferença entre a ação do Estado quando presta serviços públicos – e, portanto, age na área de sua própria titularidade, o que deveria ser denominado *atuação* – do desempenho de atividade econômica *stricto sensu*, que caracteriza a atuação estatal na área de titularidade do setor privado e, destarte, justificaria a utilização do vocábulo *intervenção*.

Para GRAU, a intervenção ocorre: a) por *absorção ou participação*, quando o Estado assume o controle de parcela dos meios de produção e/ou troca em determinado setor da atividade econômica em sentido estrito, seja em regime de monopólio (*absorção*) ou de competição com o particular (*participação*); b) por *direção*, mediante o estabelecimento de mecanismos e normas de comportamento compulsório para os agentes econômicos; e c) por *indução*, traduzida na manipulação de normas dispositivas, voltadas para o fomento público⁴⁸.

DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO, por seu turno, formula sua própria classificação, identificando quatro modalidades de intervenções estatais na economia, quais sejam: (i) *regulatória*, voltada à imposição de regras para o desempenho de atividades econômicas; (ii) *concorrencial*, mediante a imposição da presença do Estado como empresário, em igualdade de condições com os demais agentes do mercado ou em condições privilegiadas; (iii) *monopolista*, também através da imposição da figura do Estado empresário,

⁴⁷ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 8.ed revista e atualizada. São Paulo: Malheiros Editores, 2003, p. 82-83. A premissa inarredável, mesmo quando se adota uma concepção restritiva do vocábulo *intervenção* – como faz GRAU –, reside na constatação de que a Constituição brasileira consagrou o *modo de produção capitalista*, na medida em que, expressamente, insere a livre iniciativa entre os princípios fundamentais da República (art. 1º, IV) e, em especial, da ordem econômica (art. 170, *caput*). Portanto, é de se entender que a *neutralidade econômico-política* a que aludem CLÁUDIO PEREIRA DE SOUZA NETO e JOSÉ VICENTE SANTOS DE MENDONÇA (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Fundamentalização e fundamentalismo na interpretação do princípio constitucional da livre iniciativa*. In SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel (coord.). **A Constitucionalização do Direito: Fundamentos Teóricos e Aplicações Específicas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007) permite variações, de acordo com as decisões do poder político democraticamente eleito, entre níveis mais ou menos elevados de intervenção do Estado na ordem econômica, mas, em qualquer caso, há limites máximos para essa intervenção ou, correlatamente, um conteúdo mínimo para o princípio a livre iniciativa que deve ser observado até pela mais intervencionista das orientações políticas, sob pena de solapamento de um princípio constitucional topograficamente (*e não ideologicamente*) fundamental.

⁴⁸ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 8.ed revista e atualizada. São Paulo: Malheiros Editores, 2003, p. 126 e seguintes.

sem, contudo, a competição de agentes privados; e (iv) *sancionatória*, de caráter punitivo aos agentes econômicos privados que transgridam as normas predefinidoras de interesses públicos específicos. Como traço comum de todas as categorias, a exigência da previsão em *lei* dos interesses públicos justificadores da intervenção; por outro lado, é de se observar que o insigne administrativista não considera o fomento uma modalidade de intervenção estatal, uma vez que não possuiria natureza impositiva⁴⁹.

De uma forma geral, portanto, é possível afirmar que o Estado dispõe, como modalidades de intervenção na economia, do *planejamento*, da *regulação*, da *repressão ao abuso do poder econômico* e da *exploração direta de atividade econômica*. Permita-se considerar também o *fomento*, inserido no gênero por parte considerável dos autores nacionais. A exploração direta de atividade econômica pelo Estado, especificamente, estará autorizada quando e somente quando necessária aos *imperativos de segurança nacional* ou a *relevante interesse coletivo*, competindo ao legislador infraconstitucional esclarecer, caso a caso, quando um desses requisitos (ou mesmo ambos) se manifesta(m). Inclua-se, ainda, em sentido bem amplo, a prestação de serviços públicos, particularmente os chamados *serviços públicos por opção político-normativa*, normalmente dotados de conteúdo econômico, porém reservados ao controle estatal, totalmente ou em concorrência com agentes privados⁵⁰.

⁴⁹ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito Regulatório**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 129-130. Sobre a questão da alegada ausência de cogência do fomento, registre-se a divergência consignada no notável estudo de JOSÉ VICENTE SANTOS DE MENDONÇA, que, para distinguir o *fomento* da atividade de *polícia administrativa*, assinala que esta, “desde o primeiro momento, funciona condicionando e restringindo direitos, ao passo que o fomento público opera com base em convites e sugestões premiais, convites estes que, uma vez aceitos, farão disparar uma cogência residual” (MENDONÇA, José Vicente Santos de. Uma teoria do fomento público: critérios em prol de um fomento público democrático, eficiente e não-paternalista. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 65, p. 115-176, 2010, p. 124). A favor da inclusão do *fomento* como espécie de intervenção do Estado no domínio econômico, v. MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 810 (na qual se refere aos *incentivos à iniciativa privada* como espécie de *interferência do Estado na ordem econômica*); JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 677; SOUTO, Marcos Jurueña Villela. **Direito Administrativo da Economia**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 16. Inserindo o fomento entre as atividades da Administração Pública, sem, no entanto, considerá-la como modalidade de intervenção econômica. V. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 23.ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 54-55.

⁵⁰ Nesse sentido, ALEXANDRE SANTOS DE ARAGÃO conceitua os serviços públicos como “atividades de prestação de utilidades econômicas a indivíduos determinados, colocadas pela Constituição ou pela lei a cargo do Estado, com ou sem reserva de titularidade, e por ele desempenhadas diretamente ou por seus delegatários, gratuita ou remuneradamente, com vistas ao bem-estar da coletividade”. (ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 367-368). CELSO ANTONIO BANDEIRA DE MELLO também faz referência a *serviços públicos por determinação constitucional* (MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 704 e seguintes). Considerando expressamente os serviços públicos como modalidade de intervenção direta do Estado na economia, v. JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 653.

1.2.3 Atuações estatais não interventivas

No entanto, existem hipóteses de atuação do Estado na economia que não parecem ser suscetíveis de enquadramento em nenhuma das modalidades de intervenção do Estado na economia – ao menos nas suas concepções mais aceitas. Tome-se, por exemplo, o caso dos investimentos financeiros praticados pelos regimes de previdência social de servidores públicos, que, não raro organizados sob a forma de fundos (de natureza autárquica⁵¹ ou fundacional), reúnem, além das contribuições dos servidores e do próprio ente público, também outros ativos incorporados ao seu patrimônio para que, sob regime de capitalização, seja assegurado o custeio de aposentadorias, pensões e outros benefícios. Será esse, aliás, um exemplo recorrente ao longo desta tese, em virtude das suas características adiante delineadas.

Tais fundos públicos de previdência têm como objetivo gerir os ativos que lhes foram confiados para, mediante os rendimentos obtidos, fazer crescer a reserva de forma suficiente para alcançar ou mesmo superar a respectiva meta atuarial e honrar, no longo prazo, o pagamento dos benefícios aos segurados e seus dependentes. Tal busca por rentabilidade não pode descurar, por outro lado, de limites prudenciais de assunção de riscos, sob pena de esgotar recursos “carimbados” e compelir os entes federados patrocinadores dos regimes de previdência a suportar o prejuízo e verter ao pagamento dos benefícios receitas antes destinadas a outras prioridades da atuação estatal, como saúde, educação e segurança públicas.

Nota-se, com isso, a relevância da adequada gestão desses ativos, que envolverá a prática de diversas operações, tais como aplicações financeiras em fundos de investimentos e exploração de patrimônio imobiliário, mediante a cessão onerosa de uso de bens imóveis ou até mesmo a realização de operações estruturadas de mercado de capitais (por exemplo, a constituição de fundos de investimento imobiliário). A diversificação da carteira de investimentos será fundamental para ampliação das possibilidades de obtenção de rendimentos e, principalmente, para mitigação do risco de mercado⁵² de perdas.

Observe-se, ainda, o caso da gestão de recursos integrantes de fundos destinados ao custeio de órgãos públicos, como é o caso, por exemplo, do Fundo Especial do Tribunal de

⁵¹ Como é o caso do Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA, autarquia criada pela Lei Estadual n.º 3.189, de 22 de fevereiro de 1999 e incumbida da gestão dos ativos e pagamento dos benefícios do regime próprio de previdência dos servidores públicos do Estado do Rio de Janeiro e seus dependentes. A respeito, v. o Capítulo 4, *infra*.

⁵² Sobre a definição de *risco de mercado*, v. *infra*, Capítulo 2.

Justiça do Rio de Janeiro – FETJ⁵³. Mesmo que não haja um objetivo de maximizar a rentabilidade, é certo que os ativos devem ser geridos de modo a permitir a manutenção das instalações do Poder Judiciário fluminense e a aquisição dos insumos necessários ao desempenho regular e eficiente de suas atividades – do papel à energia elétrica. Logo, é indispensável que sejam feitas aplicações financeiras para preservar os recursos do Fundo, quando menos, da perda real decorrente da inflação.

Os exemplos acima expostos mostram uma modalidade de atuação do Estado que, obviamente, não se traduz em *planejamento*, na medida em que não diz com a estratégia governamental ou com a definição de políticas públicas – trata-se de atos de gestão puramente técnica⁵⁴. Também não se identifica com a ideia de *regulação*, uma vez que não se destina a disciplinar o funcionamento de nenhum segmento da economia, antes de traduzindo como uma ação do Estado *dentro* do setor econômico⁵⁵. De igual modo, esses atos não importam *fomento público*, pois se destinam a atingir um nível de rentabilidade (a meta atuarial, a inflação ou outro índice remuneratório, conforme o caso) e não ao estímulo de qualquer atividade econômica⁵⁶. Por fim, não guardam qualquer relação com o conceito de *repressão ao abuso do poder econômico*, porquanto ausente qualquer propósito de (r)estabelecimento de equilíbrio concorrencial de mercado, ainda que, mediatamente, possam produzir efeitos sobre a concorrência entre os gestores de investimentos, por exemplo⁵⁷.

Sobraría, então, a possibilidade de se enquadrar a postura estatal, nesses casos, como sendo de *exploração direta de atividade econômica*. Ocorre que não existe, no exemplo acima, uma *empresa* – aqui compreendida como a atividade econômica organizada para a produção de bens ou a prestação de serviços⁵⁸. Não se trata, em absoluto, de atuação do Estado num segmento econômico como *empresário*, pessoa com o comando de uma atividade

⁵³ V. *infra*, Capítulo 4.

⁵⁴ Nada impede, é claro, que sejam relevantes para o planejamento estatal, uma vez que a adequada gestão dos fundos previdenciários tendem a desonerar os entes federados de verter recursos adicionais (isto é, outros que não as suas contribuições obrigatórias) para pagamento das aposentadorias e pensões. Mas será um efeito apenas mediato dessa gestão e não o seu objetivo principal.

⁵⁵ É possível, por outro lado, colocar-se o debate sobre uma eventual *função regulatória* dos investimentos financeiros estatais. V. *infra*, Capítulo 2.

⁵⁶ Aqui, novamente, é possível cogitar de um efeito mediato de fomento, caso os fundos públicos venham a investir em atividades econômicas cujo desenvolvimento conste das políticas públicas. No entanto, a intervenção aqui será igualmente acidental, pois dependerá de a espécie de investimento enquadrar-se nas estratégias de investimentos e nas normas prudenciais de submissão a risco. Por outro lado, haverá casos em que o fomento se fará por intermédio de investimentos financeiros como, por exemplo, nas participações em fundos de investimento em capital de risco (*venture capital*), nas quais agentes públicos de fomento investem recursos em fundos destinados ao financiamento, via mercado de capitais, de empresas emergentes. V. *infra*, Capítulos 2, 4 e 5.

⁵⁷ V. *infra*, Capítulo 2, relativamente à função regulatória dos investimentos financeiros estatais.

⁵⁸ Sobre a definição de *empresa* como atividade econômica organizada, v. CAMPINHO, Sérgio. **O Direito da Empresa à Luz do Novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 9.

empresarial; ao revés, serão casos em que o Estado não exercerá qualquer interferência nas decisões das companhias em que vier a investir (diretamente ou por meio de cotas de fundos de investimento), a não ser que o faça para a garantia de seus próprios direitos patrimoniais de participação ou dos participantes (sócios ou cotistas) minoritários como um todo.

O Estado, em tais hipóteses, participa da economia única ou principalmente na qualidade de *investidor* – o que, diga-se de passagem, não é pouco, dado o habitual volume de recursos empregados nesses investimentos. É uma posição estatal que não se enquadra na tradicional classificação de modalidades de intervenção do Estado na economia, porque exhibe um caráter, por assim dizer, *não interventivo* de atuação: ainda que se trate, sim, de uma *atividade econômica em sentido amplo*, não se pretende conformar o elemento econômico ou preservar o seu regular funcionamento, nem tampouco se visa à segurança nacional ou a relevante interesse coletivo – busca-se apenas a obtenção da máxima rentabilidade possível dentro de limites de exposição a risco. Da mesma forma, ainda que realizada de acordo com as práticas do mercado e em concurso com outros investidores, não existe qualquer intento *competitivo*, próprio da atividade empresarial, ou a subtração da competição, por intermédio da instituição de um (logicamente incompatível) monopólio.

Quer-se afirmar que *existem atividades econômicas estatais que não exibem qualquer caráter interventivo e se destinam, precipuamente, ao investimento voltado à obtenção de rendimentos financeiros*. Nessas ações, guardadas as particularidades de qualquer atividade estatal, o Estado é um agente econômico como os demais e não exhibe as prerrogativas próprias da intervenção na ordem econômica. Assim se dará, por exemplo, quando o Estado efetuar aplicações financeiras em fundos de investimentos ou mantiver em carteira própria títulos e valores mobiliários.

Dessa forma, pouco se extrai da Constituição no que concerne a uma disciplina específica da atuação do *Estado como investidor financeiro*. A única referência da Constituição ao tema é identificável no art. 164, § 3º, em textual:

Art. 164. [...]

§ 3º - As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei.

Muito embora esse enunciado normativo venha sendo compreendido na jurisprudência como um *limite* para os investimentos financeiros do Poder Público⁵⁹, dele não se infere, por

⁵⁹ Visão que, como se demonstrará adiante, é equivocada. V. *infra*, Capítulo 5.

exemplo, um *dever* para o Estado de *efetivamente* fazer aplicações financeiras – não seria surpreendente uma interpretação literal que concluísse no sentido da mera restrição de depósitos de recursos públicos em bancos estatais, sem que isso tivesse qualquer significação quanto a aplicações financeiras. Outra hipótese, nada espantosa, vislumbraria até mesmo uma vedação aos investimentos financeiros, admitindo a tão-só determinação de que os recursos públicos fossem mantidos em contas-correntes nesses bancos estatais, “*parados*”, sem qualquer tipo de remuneração.

Esta última, contudo, afigura-se equivocada, salvo melhor juízo. Ainda que não se possa identificar, na Constituição Federal de 1988, qualquer determinação no sentido de que o Estado *deve* investir no mercado financeiro, não parece haver *vedação* constitucional para que o faça. Pelo contrário, o principal objetivo do Capítulo 2 desta tese é, justamente, demonstrar que a principiologia constitucional e a condição contemporânea do Estado (ainda Social) de Direito impõem ao Poder Público a ampliação de suas fontes de receita e, nesse sentido, a preferência por mecanismos contratuais, sem o recurso ao *poder de império*, como é o caso das aplicações financeiras.

Ademais, o único fundamento que se consegue imaginar para a proibição completa de investimentos financeiros de recursos públicos seria aquela pautada num argumento de blindagem do erário contra o risco – que, como se demonstrará no Capítulo 2, é infundado, uma vez que o dinheiro “parado” também se sujeita a riscos financeiros.

A essas considerações ainda se pode adicionar um outro argumento. Parece claro que a Constituição de 1988 já reconhece, ainda que mediatamente, o Estado como destinatário final de bens e serviços, o que se infere da norma constitucional que impõe a licitação, *verbis*:

Art. 37. [...]

XXI – ressalvados os casos especificados na legislação, as obras, serviços, compras e alienações serão contratados mediante processo de licitação pública que assegure igualdade de condições a todos os concorrentes, com cláusulas que estabeleçam obrigações de pagamento, mantidas as condições efetivas da proposta, nos termos da lei, o qual somente permitirá as exigências de qualificação técnica e econômica indispensáveis à garantia do cumprimento das obrigações.

Inegável que, nessa condição, o Estado já é tranquilamente visto como um agente econômico. É minuciosa, aliás, a normatização concernente às compras governamentais e à contratação de serviços pelos entes públicos – a legislação sobre licitações e contratos administrativos é extensa e detalhada.

Em substância, cuida-se nesta tese de algo relativamente similar. Se o Estado pode, pacificamente, ser usuário de serviços prestados pelo particular na satisfação das necessidades

da Administração (da aquisição de mobiliário à contratação de serviços de vigilância privada, por exemplo), não parece haver razão para tratar com desconfiança ou desprezo a condição do Estado como usuário de *produtos financeiros*. Importante, na verdade, é reconhecer que tal situação é válida, *já acontece* e carece de tratamento jurídico mais específico. Ressalte-se outra vez: os investimentos financeiros estatais são um fato real e merecem tratamento jurídico adequado, de modo a permitir o maior controle da Administração Pública e reduzir as possibilidades de gestão inepta ou fraudulenta.

Por que, então, o tema recebeu tão rarefeita atenção da doutrina até o momento? Uma razão possível é o que se pode identificar como uma considerável *resistência cultural* à ideia de que o Estado possa auferir rendimentos financeiros, aproximando-se do *usurário*, ou mesmo *lucrar*, assumindo uma posição de capitalista. Para a compreensão do que ora se afirma, é necessário agregar perspectivas mais afeitas à Economia Política e às Ciências Sociais, que oferecerão uma base interessante para uma pré-compreensão do tema.

1.3 Pode o Estado “ser usurário” ou “lucrar”?

1.3.1 Os “pecados” da usura e do lucro

A própria concepção de obtenção de rendimentos financeiros – dentre os quais está a percepção de juros sobre dinheiro aplicado/emprestado – encontrou, historicamente, grande resistência cultural. No caso brasileiro, parece possível creditá-la, dentre outras razões, a motivos religiosos. Com efeito, a condenação do anatocismo (isto é, os juros compostos ou “juros sobre juros”) e a proliferação das leis contra a usura foi observada com maior frequência nos países de maioria católica⁶⁰ ou islâmica⁶¹. JOHN STUART MILL já o apontava no século XVIII, como se extrai da seguinte passagem de seus *Princípios de Economia Política*:

“[As leis contra a usura] tiveram origem em um preconceito religioso contra a percepção de juros sobre o dinheiro, derivada daquela fecunda fonte de males na Europa moderna, a tentativa de adaptação ao Cristianismo de doutrinas e preceitos da lei judaica. Nas nações maometanas, a percepção de juros é formalmente proibida e os indivíduos se abstêm rigidamente de praticá-la; e, como percebeu Sismondi, uma

⁶⁰ Diz a Bíblia: “A teu irmão não emprestarás com juros, nem dinheiro, nem comida, nem qualquer coisa que se empreste com juros.” (Deuteronômio 23:19).

⁶¹ Diz o Alcorão: “Os que praticam a usura só serão ressuscitados como aquele que foi perturbado por Satanás; isso, porque disseram que a usura é o mesmo que o comércio; no entanto, Deus consente o comércio e veda a usura. Mas, quem tiver recebido uma exortação do seu Senhor e se abster, será absolvido pelo passado, e seu julgamento só caberá a Deus. Por outro lado, aqueles que reincidirem, serão condenados ao inferno, onde permanecerão eternamente.” (Al Bâcara, 2ª Surata: 275).

das causas da inferioridade industrial das regiões católicas da Europa, em comparação com as protestantes, estaria no fato de a Igreja Católica haver aderido ao mesmo preconceito na Idade Média, preconceito esse que ainda subsiste, mesmo que em menor grau, onde o catolicismo é reconhecido. Onde a lei ou escrúpulos de consciência impedem o empréstimo de dinheiro a juros, o capital que pertence a pessoas não envolvidas em negócios é perdido para fins produtivos ou poderá ser neles aplicado apenas em circunstâncias peculiares de conexões pessoais, ou mediante subterfúgio. A indústria fica limitada, portanto, ao capital dos empresários e ao que podem tomar de empréstimo junto a pessoas que não se sujeitam às mesmas leis ou à mesma religião. Nos países muçulmanos, os agentes financeiros são hindus, armênios ou judeus.”⁶²

MAX WEBER, em nota de rodapé acrescida à segunda edição do clássico *A Ética Protestante e o "Espírito" do Capitalismo* (1920), relata a evolução histórica da proibição dos juros inserida na ética do catolicismo:

"[...] (de início ela [a proibição dos juros] foi muitas vezes superestimada, depois fortemente subestimada e agora, na era dos multimilionários, inclusive católicos, foi virada - para fins apologéticos! - literalmente de ponta-cabeça), proibição que todos sabem - apesar da fundamentação bíblica! - só foi revogada no século passado mediante instrução da Congregação do Santo Ofício, e mesmo assim somente *temporum racione habita* e de forma indireta, ou seja: por meio da proibição de importunar com indagações sobre a *usuraria pravitatis* os fiéis confessantes e contanto que se pudesse deles esperar obediência também para o caso de a norma voltar a ter vigência.”⁶³

Num país em que a maioria ainda se declara adepta do catolicismo⁶⁴, emprestar dinheiro a juros, se não é pecado, seria algo bem próximo. É o que explica a edição do Decreto nº 22.626, de 07.04.1933, também conhecido como *Lei da Usura*, que proibiu a prática do anatocismo – vedação que, no entanto, não se aplicaria às instituições financeiras, colhidas pelo art. 4º, IX da Lei Federal nº 4.595/64 (que remeteu a disciplina da matéria ao

⁶² MILL, John Stuart. **The Collected Works of John Stuart Mill, Volume III - The Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy (Books III-V and Appendices)**. London: Routledge and Kegan Paul, 1965, p. 432. Disponível em: http://files.libertyfund.org/files/243/Mill_0223-03_EBk_v7.0.pdf. Acesso em: 25 dez. 2013. Tradução livre do inglês: “These originated in a religious prejudice against receiving interest on money, derived from that fruitful source of mischief in modern Europe, the attempted adaptation to Christianity of doctrines and precepts drawn from the Jewish law. In Mahomedan nations the receiving of interest is formally interdicted, and rigidly abstained from: and Sismondi has noticed, as one among the causes of the industrial inferiority of the Catholic, compared with the Protestant parts of Europe, that the Catholic Church in the middle ages gave its sanction to the same prejudice; which subsists, impaired but not destroyed, wherever that religion is acknowledged. Where law or conscientious scruples prevent lending at interest, the capital which belongs to persons not in business is lost to productive purposes, or can be applied to them only in peculiar circumstances of personal connexion, or by a subterfuge. Industry is thus limited to the capital of the undertakers, and to what they can borrow from persons not bound by the same laws or religion as themselves. In Mussulman countries the bankers and money dealers are either Hindoos, Armenians, or Jews.”

⁶³ WEBER, Max. **A Ética Protestante e o “Espírito” do Capitalismo**. Trad. José Marcos Mariani de Macedo. Revisão técnica, edição de texto, apresentação, glossário, correspondência vocabular e índice remissivo Antônio Flávio Pierucci. São Paulo: Companhia das Letras, 2004, p. 183.

⁶⁴ De acordo com o Censo 2010 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 64,4% da população brasileira se declara católica. V. <http://censo2010.ibge.gov.br/noticias-censo?view=noticia&id=3&idnoticia=2170&busca=1&t=censo-2010-numero-catolicos-cai-aumenta-evangelicos-espíritas-sem-religiao>. Acesso em: 25 dez. 2013.

Conselho Monetário Nacional) e, mais recentemente, pela Medida Provisória nº 2.170-36, de 23.08.2001 (mantida na forma do art. 2º da Emenda Constitucional nº 32/2001).

É verdade que, em boa parte, essa visão já se encontra bastante ultrapassada (como relatou WEBER) e, especificamente no Brasil, houve a contribuição da relativa estabilidade econômica vivida nos últimos vinte anos, desde a implementação do Plano Real, que, com o controle maior da inflação, permitiu à população a maior formação de reservas econômicas e o planejamento financeiro de longo prazo. Com isso, aumentou o interesse e foi popularizado o acesso a produtos financeiros de investimentos pessoais além da tradicional caderneta de poupança, como os fundos de investimentos e os certificados de depósito bancário (CDBs), entre outros⁶⁵.

Com isso, torna-se a cada dia mais superada a visão que distinguia os pequenos e os grandes investidores. Enquanto aos primeiros sempre se reconheceu a prerrogativa de investir com o objetivo de formação de reservas destinadas ao custeio de despesas específicas (como a aquisição de um imóvel) ou à garantia de suporte financeiro para a velhice (como nas aplicações em previdência privada), aos últimos se atribuía, não raro, a pecha de “especuladores” ou “tubarões de mercado”. Ocorre que, atualmente, os próprios fundos de previdência complementar dos trabalhadores privados – justamente aqueles pequenos investidores individuais! – são os maiores *investidores institucionais* do país⁶⁶: em benefício de seus participantes, os fundos de pensão adquirem títulos e valores mobiliários que lhes rendem juros, dividendos e outras espécies de remuneração.

⁶⁵ Não deixa de ser paradoxal a resistência ainda latente na cultura nacional quanto à percepção de rendimentos financeiros do capital investido, diante da circunstância de o Brasil contar, atualmente, com a maior taxa básica de juros reais do mundo: de acordo com o ranqueamento elaborado pelo sítio *MoneyYou*, a Taxa Selic, a 10,5% nominais e 4,3% reais ao mês (em janeiro de 2014), supera outros 39 índices pesquisados, inclusive as taxas da Argentina, da China, da Hungria e da Grécia, dentre outros (v. <http://moneyou.com.br/wp-content/uploads/2014/01/rankingdejurosreais150114.pdf>; Acesso em: 12 fev. 2014). A elevação da taxa básica de juros, apesar de não ser um dos instrumentos clássicos de controle monetário, vem sendo a medida mais utilizada hodiernamente para combate à inflação, na medida em que estimula a formação de poupança – *portanto, as aplicações financeiras* –, diminuindo a quantidade de moeda em circulação. Sobre o tema, v. LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de (org.). **Manual de Macroeconomia: Nível Básico e Nível Intermediário**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 86 e seguintes.

⁶⁶ Segundo o Consolidado Estatístico da ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP), a carteira total de investimento dos fundos de pensão privados alcançava, em junho de 2013, montante estimado superior a R\$ 630.000.000.000,00 (seiscentos e trinta bilhões de reais). In ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado Estatístico**. São Paulo: ABRAPP, junho de 2013. Disponível em: http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/ConsolidadoEstatistico_06_2013.pdf. Acesso em: 28 dez. 2013. É importante, neste ponto, esclarecer a terminologia: é verdade que os maiores fundos de pensão do país são constituídos por empregados de estatais federais. Isto, no entanto, não lhes retira a condição de trabalhadores privados, uma vez que as estatais se submetem, por força do art. 173, § 1º, II, da Constituição Federal, ao regime jurídico de direito privado quanto às relações trabalhistas.

Por outro lado, houve outros fatores relevantes, sob o prisma da Teoria do Estado e da Ciência Política. As principais vertentes ideológicas atinentes ao papel do Estado na economia, já referidas sinteticamente, transitaram nos vários graus entre a abstenção do Estado e a postura interventiva e, em suas versões clássicas, não se coadunariam com a participação estatal no mercado como agente declaradamente inclinado à obtenção de lucros ou rendimentos financeiros.

Explica-se: o liberalismo propunha a não interferência do Estado no mercado, deixando-o livre para regular-se pela *mão invisível* a que se referia ADAM SMITH⁶⁷, e, portanto, não concebia – ao menos, em sua concepção mais pura – o Estado como um “concorrente” do agente privado, imiscuindo-se em atividade econômica (*lato sensu*) que, afinal, deveria restar preservada ao particular; por seu turno, o Estado social intervencionista poderia regular e até absorver segmentos do mercado (de modo a atuar em regime de monopólio ou privilégio)⁶⁸, mas não poderia “misturar-se”, em pé de igualdade, aos agentes econômicos detentores do capital, a quem reconhecia como os autores e responsáveis pela desigualdade social.

Logo, é visível que, para ambas as opostas correntes de pensamento, a atuação do Estado na economia importaria atuar num ambiente que *não é o seu*⁶⁹. Evidentemente, não haveria lugar, em qualquer dos pontos dessa escala, para um Estado que se *inserisse* na economia com o propósito declarado de *ganhar dinheiro*.

Tais ideias possuem maior amplitude e ajudam a explicar o porquê de, mesmo em países de orientação mais liberal e onde predominam as religiões protestantes, como é o caso do EUA, também haja resistência à percepção de *rendimentos* ou de *lucro* pelo Estado. Ainda

⁶⁷ A clássica expressão tem a sua conotação econômica descrita em SMITH, Adam. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. London: Edwin Cannan, 1904, p. 457, vol. 1. Disponível em: http://files.libertyfund.org/files/237/Smith_0206-01_EBk_v7.0.pdf. Acesso em: 29 dez. 2013.

⁶⁸ “Quando o Estado, coagido pela pressão das massas, pelas reivindicações que a impaciência do quarto estado faz ao poder político, confere, no Estado constitucional ou fora deste, os direitos do trabalho, da previdência, da educação, *intervém na economia como distribuidor*, dita o salário, manipula a moeda, regula os preços, combate o desemprego, protege os enfermos, dá ao trabalhador e ao burocrata a casa própria, controla as profissões, compra a produção, financia as exportações, concede crédito, institui comissões de abastecimento, provê necessidades individuais, enfrenta crises econômicas, coloca na sociedade todas as classes na mais estreita dependência de seu poderio econômico, político e social, em suma, estende sua influência a quase todos os domínios que dantes pertenciam, em grande parte, à área da iniciativa individual, nesse instante o Estado pode, com justiça, receber a denominação de Estado social.” (BONAVIDES, Paulo. **Do Estado Liberal ao Estado Social**. 7.ed. 2. tiragem. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 186. O grifo é acrescentado.)

⁶⁹ A expressão é colhida em MENDONÇA, José Vicente Santos de. Uma teoria do fomento público: critérios em prol de um fomento público democrático, eficiente e não-paternalista. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 65, p. 115-176, 2010, p. 115, nota de rodapé nº 1. O autor faz referência à obra de MASSIMO SEVERO GIANNINI, para quem toda atuação do Estado na economia seria, de alguma forma, interventiva (GIANNINI, Massimo Severo. **El poder publico. Estado y Administraciones públicas**. Madri: Civitas, 1991, p. 17-22).

que não fosse ruim ou pecaminoso *para o particular* cobrar juros, auferir rendimentos ou lucrar, *o Estado* é que não o deveria fazer. É interessante, nesse sentido, a visão de DAVID OSBORNE e TED GAEBLER, debruçada sobre a realidade norte-americana:

“O setor privado freqüentemente se queixa dos empreendimentos públicos, argumentando que o governo não deveria competir no mundo dos negócios. E muitos líderes aceitam o argumento. Lewis V. Pond, administrador municipal de San Bruno, quer vender seu sistema de televisão a cabo. ‘Não devemos gerar dinheiro’, disse-nos, ‘pois somos parte do governo’. Mas onde é que está escrito que o governo tem que se ocupar apenas de bananas, enquanto as empresas privadas ficam com todo o lucro do mercado? Don Von Raesfeld expressou bem sua indignação durante o debate acerca da viabilidade do Great America, ao declarar: ‘É interessante, embora terrível, verificar que sempre se quer empurrar perdedores para o governo. Os vencedores devem sempre ser preservados para a iniciativa privada’.”⁷⁰

Na verdade, a posição contrária a toda e qualquer possibilidade de o Estado perceber rendimentos financeiros parece anacrônica e incompatível com algumas formas da ação estatal que podem resultar e, não raro, efetivamente resultam em ganhos financeiros para o Poder Público. De modo a comprovar o que ora se afirma, permita-se a menção a dois exemplos, quais sejam: a *exploração direta da atividade econômica*, por intermédio das *empresas estatais* e as chamadas *empresas público-privadas*, e os investimentos dos chamados *fundos soberanos*, em suas várias manifestações.

1.3.2 As estatais, as *empresas público-privadas* e o lucro

Como é cediço, as empresas estatais constituem gênero que se subdivide em duas espécies, a saber, as *empresas públicas* e as *sociedades de economia mista*, cuja principal distinção reside na composição do capital: enquanto o capital social das empresas públicas é integralmente titularizado por entes de Direito Público, a sociedade de economia mista deve ter apenas a maioria do capital votante nas mãos do Poder Público. De acordo com o art. 5º, incisos II e III, do conhecido Decreto-lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, a sociedade de economia mista será, obrigatoriamente, uma *sociedade anônima*, ao passo que a empresa

⁷⁰ OSBORNE, David; GAEBLER, Ted. **Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público**. Trad. Sérgio Fernando Guarischi Bath e Ewandro Magalhães Júnior. Brasília: MH Comunicação, 1994, p. 237. Curiosamente, no entanto, os autores afirmam textualmente que “[a] palavra lucro é vista, pelos governos tradicionais, obviamente, como verdadeiro pecado” (ob. cit., p. 217). Não se pretende, neste trabalho, advogar propriamente a tese do *Estado empreendedor*, tal como defendida por OSBORNE e GAEBLER, ou a ampliação da sua atuação na exploração direta de atividades econômicas – como, eventualmente, se poderia extrair da mencionada obra –, mas, tão-somente, assinalar o anacronismo da resistência à ação de entidades estatais dirigidas à obtenção de resultados financeiros.

pública pode assumir qualquer das modalidades societárias previstas em lei⁷¹, muito embora, como anota SIMONE DE ALMEIDA CARRASQUEIRA, a forma das *companhias* seja também recomendável a estas últimas. Disso decorre que possuirão as sociedades de economia mista, *forçosamente*, e as empresas públicas, *preferencialmente*, finalidade lucrativa, em virtude do disposto no art. 2º da Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76)⁷². O argumento é desenvolvido pela referida autora, *verbis*:

“De fato, considerando que as sociedades de economia mista buscam no mercado parceiros que serão financiadores ou sócios estratégicos, devem remunerar a expectativa de retorno do investimento. Em contrapartida, as sociedades de capital público não exigem finalidade lucrativa, posto que, *a princípio, não é objetivo do Estado produzir riquezas*. Em qualquer caso, no entanto, as empresas estatais devem atuar, *tanto quanto possível, com eficiência econômica, a fim de evitar que sua atuação onere os cofres públicos.*”⁷³

Trata-se de uma manifestação doutrinária alinhada com a posição dominante, segundo a qual se reconhece um *caráter instrumental* das empresas estatais, que não seriam instituídas com o propósito fundamental de persecução do lucro, mas de implementação das políticas públicas, pelo que chegam a merecer de CARLOS ARI SUNDFELD a nomenclatura de *estatais de intervenção no domínio econômico*⁷⁴. Porém, é importante assinalar que, ainda que o principal objetivo de uma estrutura societária controlada pelo Estado não seja auferir lucros, nem sempre será possível desprezar completamente a finalidade lucrativa de uma forma societária *vocacionada* para tanto⁷⁵.

A exploração direta de atividade econômica pelo Estado, que, em geral, ocorre mediante a criação de empresas estatais, se dá, de acordo com o art. 173 da Constituição

⁷¹ Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se: [...]

II – Empresa Pública – a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criado por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito.

III – Sociedade de Economia Mista – a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta. [...]

⁷² Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

⁷³ CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. **Investimento das Empresas Estatais e Endividamento Público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 58-59. Os grifos não são do original.

⁷⁴ SUNDFELD, Carlos Ari. A participação privada nas empresas estatais. In SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). **Direito Administrativo Econômico**. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 264-265.

⁷⁵ Anota MARCOS JURUENA VILLELA SOUTO que a escolha dentre os tipos de entidade descentralizada da Administração Pública não é discricionária, uma vez que cada um deles possui vocação distinta (SOUTO, Marcos Juruena Villela. Criação e Função Social da Empresa Estatal – A Proposta de um Novo Regime Jurídico para as Empresas sob Controle Acionário Estatal. In SOUTO, Marcos Juruena Villela; CARRASQUEIRA, Simone de Almeida; CARNEIRO, Cristiane Dias; ASSED, Andressa Pinheiro Mendes (coord.). **Direito Administrativo Empresarial**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 2.).

Federal, em função de imperativo de segurança nacional ou relevante interesse coletivo – estas são, portanto, as primordiais finalidades das estatais, cujo atendimento, em virtude de sua estatura constitucional, pode conviver com menores rentabilidades. Há, contudo, distinção clara entre o modelo de *empresa pública* e o de *sociedade de economia mista*, bem descrito por MARIO ENGLER PINTO JUNIOR:

“Se a empresa sob controle público não possui acionistas privados, o eventual desequilíbrio entre receitas e despesas, motivado pela insuficiência do retorno financeiro da atividade exercida, pode ter solução doméstica menos complicada. Para tanto, basta que o ente controlador realize aportes de recursos a título de subsídio tarifário ou de subvenção econômica, ou então os ajustes necessários serão feitos de forma automática, via restrição da oferta dos serviços ou deterioração da sua qualidade. De todo modo, não se pode falar em interesses capitalistas prejudicados pela eventual falta de rentabilidade da companhia.

Todavia, se se tratar de sociedade de economia mista, com a presença de investidores de mercado no seu quadro acionário, a situação muda completamente de figura. Não é mais possível sacrificar ilimitadamente a rentabilidade do empreendimento, embora a companhia também não esteja obrigada a perseguir a maximização dos lucros. Deve-se encontrar um ponto de equilíbrio entre os dois interesses, na esteira do permissivo contido no art. 238 da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas).”⁷⁶

A escolha da forma de sociedade de economia mista – nas quais, sendo a Administração Pública o maior acionista da companhia, caber-lhe-á, em regra, a maior parte dos dividendos, juros sobre capital próprio e outras modalidades remuneratórias – revela o propósito de, para além dos recursos públicos, buscar-se financiamento no mercado de capitais, para o que é indispensável que se ofereça ao investidor privado e potencial acionista o atrativo da perspectiva de lucro. Quer-se dizer que, mesmo diante do comando inserto no art. 238 da Lei nº 6.404/76⁷⁷, *as sociedades de economia mista não podem abandonar o objetivo de lucrar*, ainda que esse lucro não seja maximizado em virtude do atendimento dos objetivos sociais, políticos e econômicos do Poder Público (o imperativo de segurança nacional ou o relevante interesse coletivo a que alude a Constituição da República). Novamente, MARIO ENGLER PINTO JUNIOR é preciso:

“O conflito decorrente da dualidade de objetivos da empresa estatal (interesse público e finalidade lucrativa) não se resolve mediante a sobreposição incondicional de um sobre o outro. O lucro não é assegurado em qualquer circunstância, mas também não deve ser definitivamente suprimido. O acionista privado que decide participar de uma companhia mista vinculada à persecução do interesse público não tem garantia de rentabilidade mínima e nem sequer a certeza de recuperar o valor do capital

⁷⁶ PINTO JUNIOR, Mario Engler. Regulação econômica e empresas estatais. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, n. 15, ano 4, p. 131-148, jul./set. 2006, p. 146.

⁷⁷ Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

inicialmente investido. A expectativa de lucro pode ser alterada a qualquer momento pela vontade unilateral do Estado, embora dentro de determinados limites.”⁷⁸

Mesmo nas empresas públicas, nas quais não se configura o interesse capitalista do acionista minoritário, a adoção da modelagem de sociedade anônima as compele, por força de lei, à persecução de *algum lucro*, por menor que seja, ou, pelo menos, a obtenção de *receitas* capazes de custear suas despesas, ou seja, uma situação de *equilíbrio*. Tal raciocínio é tributário da interpretação da legislação societária à luz do *princípio constitucional da eficiência* (art. 37, *caput*): a manutenção de empresa pública que, sistematicamente, apresente prejuízo e, com isso, onere a Administração Direta exhibe, no mínimo, dificuldades para a própria justificação da sua existência, numa perspectiva de custo-benefício (economicidade), podendo até mesmo revelar equívoco na escolha da forma de intervenção estatal na economia. No mesmo sentido do que ora se afirma, é mais uma vez pertinente o escólio de MARIO ENGLER PINTO JUNIOR, *verbis*:

“A ausência de acionistas privados na empresa pública não afasta a finalidade lucrativa, embora admita maior flexibilidade para priorizar o atendimento do interesse público em detrimento da acumulação capitalística. O lucro continua sendo desejável para financiar novos investimentos de interesse público, a partir da receita extraída do universo de adquirentes dos bens e serviços fornecidos pela companhia, mormente quando não haja disponibilidade de outras fontes de financiamento (v.g., orçamentária ou endividamento). O lucro nesse caso deve ser calibrado levando-se em conta os objetivos da política pública patrocinada pela empresa estatal.”⁷⁹

Em síntese, a intervenção econômica via estatais também encontra limites, não podendo desprezar completamente o objetivo de busca de resultados financeiros favoráveis; a expansão das atividades econômicas das estatais, com vistas à consecução de políticas públicas e sem propósito de maximização dos lucros, não pode comprometer a sustentabilidade financeira da companhia estatal⁸⁰.

São conhecidas as objeções a essa visão. A primeira delas, mais de ordem econômica, se sustenta na existência de atividades a cargo do Estado – em geral, *serviços públicos*, exercidos diretamente ou mediante delegação a particulares – que são *cronicamente deficitárias*, como nos casos dos serviços relacionados com infraestrutura (v.g., o saneamento

⁷⁸ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 355. Em outra passagem (p. 367), o autor afirma que a empresa estatal não pode operar com prejuízos sistemáticos, capazes de comprometer inteiramente o seu patrimônio e afetar o direito legítimo de seus credores de obter a satisfação de seus créditos.

⁷⁹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 362.

⁸⁰ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 362.

básico – sobretudo em áreas carentes – e o transporte metroviário): o desempenho de tais atividades por empresas estatais demandará o subvencionamento público ou o subsídio tarifário, ou seja, a destinação de recursos orçamentários da Administração Direta para recomposição do equilíbrio econômico-financeiro das empresas. A segunda objeção é propriamente jurídica e se lastreia na positivação, na legislação brasileira de Finanças Públicas, da figura da *empresa estatal dependente*, descrita no art. 2º, III, da Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) como a “*empresa controlada que receba do ente controlador recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária*”.

É de se entender que ambas as objeções devem ser refutadas, por algumas razões. Em primeiro lugar, porque o subsídio tarifário não descaracteriza os fins lucrativos da empresa estatal, especialmente quando há o concurso de capitais particulares⁸¹. Mesmo nos casos de subvencionamento, a estatal não estará desincumbida de alcançar o melhor resultado financeiro possível, de modo a que a subvenção se dê na exata medida necessária para viabilizar economicamente as suas operações e evitar a ocorrência de prejuízo contábil, o que importa, por exemplo, financiar suas atividades empresariais deficitárias com as receitas oriundas de outras mais lucrativas – desde que, obviamente, se insiram no respectivo objeto social.

Em segundo lugar, a circunstância de a LRF *simplesmente reconhecer* a existência das *empresas estatais dependentes* não quer dizer que o legislador as *avalize*. Ao revés, a leitura da Lei de Responsabilidade Fiscal não deixa dúvidas quanto à *mens legis*: a finalidade da previsão legal das estatais dependentes era apenas a de inseri-las no espectro de transparência e controle preconizados pela lei, equiparando-as, para os específicos fins do diploma, às autarquias e às fundações sob o regime de direito público e, com isso, impedir o uso das empresas estatais para fraude na contabilidade pública⁸². E disso não se extrai uma aceitação

⁸¹ Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 371.

⁸² De modo a comprovar o que ora se afirma, permita-se a transcrição dos dispositivos da LRF que mencionam as empresas estatais dependentes: “Art. 1º Esta Lei Complementar estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, com amparo no Capítulo II do Título VI da Constituição. [...] § 3º Nas referências: I - à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, estão compreendidos: [...] b) as respectivas administrações diretas, fundos, autarquias, fundações e empresas estatais dependentes; [...] Art. 35. É vedada a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente. [...] Art. 37. Equiparam-se a operações de crédito e estão vedados: [...] III - assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens,

legal de perpetuidade das empresas estatais dependentes; pelo contrário, é presente na doutrina a exegese da LRF que aponta no sentido da *excepcionalidade* dessa dependência, como propõe, por exemplo, DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO:

“[...] as **empresas estatais dependentes**, caracterizadas por serem empresas controladas que recebam do respectivo ente controlador recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária.

Não se definiu se, para essa caracterização, a **dependência** deveria ser permanente ou eventual, como, por exemplo, no caso de uma empresa que recebesse recursos durante um ano e não os recebesse no outro. A solução parece ser a de apurar essa qualificação **em cada exercício**, uma vez que o legislador já indica a excepcionalidade e não a permanência da situação.

É a própria Lei que, adiante, no art. 47, indica esse caminho interpretativo, ao incentivar a celebração dos contratos de gestão, dispondo que as empresas controladas, que estabelecerem esses **acordos** (pois esta é a sua real natureza jurídica, e não a de contratos), em que se definam objetivos e metas de desempenho, disporão de **autonomia** gerencial, orçamentária e financeira.”⁸³

Também merecem referência as denominadas *empresas público-privadas*, que, na definição de ALEXANDRE SANTOS DE ARAGÃO, são “*as sociedades comerciais privadas com participação estatal, direta o indireta, minoritária com vistas à realização de determinado objetivo público incumbido pelo ordenamento jurídico ao Estado*”⁸⁴. Não são estatais, considerada a tipologia do Decreto-lei nº 200/67, uma vez que o Poder Público não é o sócio controlador – pelo contrário, a participação do Estado será sempre minoritária. No entanto, prestar-se-á ao atendimento de finalidades públicas, às quais será conduzida mediante a utilização, pelo Estado-sócio, de instrumentos privados, típicos do Direito Societário, como os acordos de acionistas, os acordos de voto e as *golden shares*⁸⁵.

Segundo ARAGÃO, a participação minoritária do Estado nas empresas público-privadas se presta a (i) fomentar determinados setores da economia; (b) realizar de modo mais eficiente as atividades-fim das sociedades de economia mista (no caso em que estas são as sócias minoritárias da empresa público-privada) ou (c) direcionar as atividades da empresa

mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito, não se aplicando esta vedação a empresas estatais dependentes; [...] Art. 50. Além de obedecer às demais normas de contabilidade pública, a escrituração das contas públicas observará as seguintes: [...] III - as demonstrações contábeis compreenderão, isolada e conjuntamente, as transações e operações de cada órgão, fundo ou entidade da administração direta, autárquica e fundacional, inclusive empresa estatal dependente;”

⁸³ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Considerações sobre a Lei de Responsabilidade Fiscal: Finanças Públicas Democráticas**. Com a colaboração de Silvio Freire de Moraes. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 97-98. Os grifos são do original.

⁸⁴ ARAGÃO, Alexandre Santos de. Empresa público-privada. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 890, p. 33-68, dez. 2009, p. 41. O texto indica outras igualmente relevantes referências bibliográficas sobre o tema.

⁸⁵ V., por todos, ARAGÃO, Alexandre Santos de. Empresa público-privada. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 890, p. 33-68, dez. 2009, *passim*.

privada à consecução de fins públicos⁸⁶. Como se observa, cuida-se de novos mecanismos de intervenção estatal na economia, mas se, quando sócio controlador, o Estado empresário não pode descurar da busca do lucro, é certo que, *a fortiori*, menos ainda o poderá quando for sócio minoritário, ainda que beneficiado por acordos de acionistas ou *golden shares*. Vale dizer, nas empresas público-privadas a balança pende ainda um pouco menos em favor do caráter interventivo da atividade econômica exercida, vislumbrando-se, em comparação com as estatais propriamente ditas, um peso maior do elemento lucro.

Não se pretende avançar nessa digressão, para que não se escape ao objetivo desta tese. A breve exposição acima se presta a demonstrar que o Direito Administrativo concebe, com alguma naturalidade, a existência de entidades da Administração Pública que *devem* ou, quando menos, *podem* lucrar. As empresas estatais, porquanto incumbidas de atividade empresarial que, conforme o caso, *pode* ou *deve* estar direcionada à consecução do lucro, e as empresas público-privadas, em que a busca do lucro terá importância ainda maior – uma vez que o controle acionário estará em mãos privadas – abrem caminho para a compreensão de que se pode admitir que determinados entes estatais sejam criados com a *atribuição explícita de auferir rendimentos financeiros para o custeio de finalidades públicas relevantes*.

Quer-se dizer que há espaço para que se reconheça a juridicidade da criação de estruturas administrativas, órgãos ou entidades de direito público incumbidos de buscar a obtenção de receitas originárias⁸⁷ que não pratiquem qualquer das modalidades de intervenção do Estado na ordem econômica apontadas pela doutrina. É possível admitir que o Estado se insira no mercado sem o objetivo de orientar, ordenar, conformar ou induzir comportamentos dos agentes econômicos privados na exploração de seus recursos – como se observa no planejamento, na regulação, na repressão ao abuso do poder econômico e no fomento – nem comandar uma atividade empresarial de produção ou circulação de bens e, menos ainda, de prestação de serviços⁸⁸ de relevante interesse coletivo ou por imperativo de segurança nacional, como se observa na exploração direta de atividade econômica.

Prossiga-se nesta última distinção. Quando o Estado intervém na economia mediante o exercício de atividade econômica, terá objetivos cujo atendimento pode *sacrificar* as

⁸⁶ ARAGÃO, Alexandre Santos de. Empresa público-privada. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 890, p. 33-68, dez. 2009, p. 49.

⁸⁷ V. *supra*, Introdução.

⁸⁸ A prestação de serviços pelo Estado ou em nome dele sequer poderá ser enquadrada no conceito de *atividade econômica* ora utilizado, uma vez que a *publicatio* – titularização pelo Estado – conferirá à atividade a característica de serviço público. Nesse sentido, v. ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Direito dos Serviços Públicos**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

expectativas de retorno financeiro aos cofres públicos⁸⁹. O que se pretende sustentar, ao longo desta tese, é que, *em determinados casos, a atuação do Estado na economia só se justificará pelas próprias expectativas de retorno financeiro, de tal modo que, prejudicado este, a finalidade da atuação estatal será comprometida*. E tal exigência de ação dirigida ao retorno *financeiro* não decorrerá das características estruturais do ente estatal ou dos seus mecanismos de capitalização (como no caso das sociedades de economia mista), mas *diretamente* dos seus objetivos institucionais. Admitir que *pode haver órgãos ou entidades estatais que não terão razão de existência se não puderem – rectius, forem compelidos a buscar – alcançar resultados financeiros positivos* é um passo fundamental para que se supere um estágio de negação daquilo que já existe e, a partir daí, se reconheça a necessidade de estabelecer parâmetros para a sua disciplina normativa.

Nesse sentido, já será possível identificar uma espécie de gradação: as empresas estatais possuem um objetivo principal de implementação de políticas públicas e outro, secundário, de obtenção de lucro; as empresas público-privadas, em princípio, devem orientar-se por um equilíbrio maior entre um e outro, de modo a não penalizar o controlador privado; por fim, os entes públicos que poderão ser reconhecidos como *investidores institucionais* estão no polo oposto ao das estatais, na medida em que se ocupam primordialmente da obtenção de rendimentos, a serem posteriormente aplicados na consecução das políticas públicas. O argumento será desenvolvido nos capítulos seguintes – especialmente no Capítulo 2, em que se investigará a existência de suporte jurídico-constitucional para essa inversão.

1.3.3 Os fundos soberanos

⁸⁹ VITOR RHEIN SCHIRATO dá o exemplo das instituições financeiras públicas, que possuiriam, dentre as suas funções constitucionais, a de *universalização dos serviços financeiros*, uma vez que, considerando o atual estágio de desenvolvimento da sociedade, a fruição dos serviços bancários seria elemento de inclusão social e, portanto, relacionado com a dignidade da pessoa humana. Nessa ordem de ideias, os bancos públicos deverão suportar o custo econômico da universalização dos serviços. Nas palavras do autor, *verbis*: “Nesta toada, considerando-se, sobretudo em um país de dimensões continentais como o Brasil, em que a universalização é muitas vezes inimiga de uma lógica econômica, visto que levar atendimento bancário a localidades longínquas pode representar perdas financeiras (*i.e.*, os custos de instalação de agências e terminais bancários supera os resultados gerados), vemos claramente um dever do Estado de conduzir tal universalização. Nosso entendimento tem fundamento lógico evidente: se é necessário, para a realização das finalidades do Estado – e, evidentemente, para o cumprimento das obrigações do Estado –, que os serviços bancários sejam universalizados, é claro e inegável que o Estado deve arcar com os ônus desta universalização, distribuindo-os por toda a sociedade.” (SCHIRATO, Vitor Rhein. *Instituições financeiras públicas: entre a necessidade e a inconstitucionalidade*. *Revista de Direito do Estado*, Rio de Janeiro, v. 17-18, ano 4, p. 275-308, jan./jun. 2010).

A percepção de ganhos financeiros pelo Poder Público também se manifesta no relativamente recente fenômeno do *capitalismo de Estado*, que se traduz no que IAN BREMMER⁹⁰ define como “*um sistema em que o Estado domina os mercados basicamente para fins de ganhos políticos*”: ao invés da adoção de uma economia planificada, vale-se o Estado de instrumentos da própria economia de mercado para, atuando como agente econômico direto, exercer influência política e, por via transversa, orientar a circulação de bens e serviços ao seu propósito.

BREMMER identifica quatro principais ferramentas do capitalismo de Estado, a saber: (i) as *companhias nacionais de petróleo e gás* (como é o caso, por exemplo, da Petrobras e da venezuelana PDVSA); (ii) as *demais empresas estatais* (como a angolana Endiama, de produção de diamantes); (iii) as *líderes nacionais privadas* – também chamadas de “*campeãs nacionais*”, como a Vale (mineração), normalmente amparadas por financiamentos públicos (no Brasil, principalmente via BNDES) e outros privilégios, com posição dominante no mercado interno, e (iv) os *fundos soberanos* (*Sovereign Wealth Funds* – *SWFs*). Como assinala o autor, a existência desses elementos nem sempre caracteriza o capitalismo de Estado – o que importa, mais do que a presença das ferramentas em si, é o seu manejo –, mas, em geral, sua presença o denota⁹¹.

Os chamados *fundos soberanos* (*Sovereign Wealth Funds* – *SWFs*), dentre os quais o *Fundo Soberano do Brasil*, serão merecedores de atenção mais detida nos Capítulos 3 e 4 da tese. ALEXANDRE ASSAF NETO define os fundos soberanos da seguinte forma:

“[o] denominado Fundo de Riqueza Soberana (ou Fundo Soberano) é um fundo de risco criado pelos governos de países visando decidir e gerenciar os investimentos de parte de suas reservas monetárias. Estes fundos são uma espécie de poupança formada pelos governos em momentos de expansão da atividade econômica, visando ser utilizada em cenários de retração, quando ocorrer queda na arrecadação”⁹².

Em leitura crítica, BREMMER aponta os fundos soberanos como ferramentas de financiamento do capitalismo de Estado, utilizados como alternativa à impressão de papel-moeda – e à conseqüente depreciação econômica do dinheiro – e às adequações orçamentárias concernentes ao aumento da tributação e ao ajuste fiscal. Por outro lado, reconhece que há

⁹⁰ BREMMER, Ian. **O Fim do Livre Mercado: Quem vence a guerra entre Estado e corporações?** Trad. Luiz Euclides T. Frazão Filho. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 53 e seguintes.

⁹¹ BREMMER, Ian. **O Fim do Livre Mercado: Quem vence a guerra entre Estado e corporações?** Trad. Luiz Euclides T. Frazão Filho. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 64.

⁹² ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282.

Estados que possuem fundos soberanos mesmo sem praticar o capitalismo de Estado, como é o caso da Noruega⁹³.

Como se nota, inexistente consenso doutrinário sobre o conceito de *fundo soberano*⁹⁴. O Grupo de Trabalho do Fundo Monetário Internacional para os Fundos de Riqueza Soberana definiu os *fundos soberanos* de modo razoavelmente abrangente, que se presta bem aos fins desta tese. Confira-se:

“Fundos de Riqueza Soberana (FRS) são fundos de investimento ou organizações de propósito específico, titularizados pelo governo⁹⁵. Criados pelo governo com finalidades macroeconômicas, os FRS mantêm, gerenciam ou administram ativos com objetivos financeiros, e empregam um conjunto de estratégias de investimento que incluem aplicações em ativos financeiros estrangeiros. Possuem estruturas jurídicas, institucionais e de governança variadas. Constituem um grupo heterogêneo, abrangendo fundos de estabilização fiscal, fundos de poupança, empresas públicas de investimentos, fundos de desenvolvimento e fundos de reservas previdenciárias sem obrigações explícitas de pagamento de benefícios. [...]”⁹⁶

Segundo BREMMER, o capital para os fundos soberanos costuma advir: (i) das reservas em moeda estrangeira decorrentes da exportação de recursos naturais, especialmente *commodities* como o petróleo e o gás natural; (ii) dos superávits de caixa, sejam resultantes da balança comercial positiva (exportações superam importações), dos lucros gerados pelas estatais, o produto das privatizações, os impostos recolhidos pelos governos que arrecadam mais do que gastam ou mediante as transferências dos planos de previdência administrados pelo Estado; e (iii) de outras transferências avulsas do Estado ou de reservas cambiais. A finalidade da criação de fundos soberanos normalmente tem a ver com a acumulação de reservas destinadas à proteção da economia de um país em face da volatilidade dos preços das *commodities* ou do excesso de liquidez decorrente de receitas de exportação ou superávits

⁹³ BREMMER, Ian. **O Fim do Livre Mercado: Quem vence a guerra entre Estado e corporações?** Trad. Luiz Euclides T. Frazão Filho. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 78 e seguintes.

⁹⁴ Sobre a intensa divergência doutrinária, veja-se TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 107-118, que faz alentadíssima menção a estudos nacionais e estrangeiros.

⁹⁵ De acordo com nota de rodapé do próprio texto original, os fundos soberanos podem ser instituídos tanto por governos nacionais como por governos subnacionais, como por exemplo, o fundo soberano do Estado norte-americano do Alasca. V. *infra*, Capítulo 3.

⁹⁶ Tradução livre do inglês: “Sovereign wealth funds (SWFs) are special-purpose investment funds or arrangements that are owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies that include investing in foreign financial assets. SWFs have diverse legal, institutional and governance structures. They are a heterogeneous group, comprising fiscal stabilization funds, savings funds, reserve investment corporations, development funds, and pension reserve funds without explicit pension liabilities. [...]”. In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

fiscais, criando-se uma poupança para a eventual adoção de medidas macroeconômicas anticíclicas em períodos de crise⁹⁷.

Muitos dos fundos soberanos investem em ativos de alto risco, principalmente no exterior (como, por exemplo, nas instituições financeiras norte-americanas duramente atingidas pela crise dos *subprimes* em 2008⁹⁸), sem que seus gestores tenham o dever de responder a acionistas ou cotistas, mas apenas aos governos. Os principais praticantes das várias formas de capitalismo de Estado, como a China, a Rússia e os Emirados Árabes Unidos, possuem um ou mais fundos soberanos; por outro lado, também há fundos soberanos de Estados adeptos da economia de livre mercado, como Noruega, Austrália e Cingapura.

Portanto, os fundos soberanos são ferramentas de aplicações financeiras destinadas *principalmente* à obtenção de rendimentos, que, *posteriormente*, poderão ser utilizados com finalidades políticas, sociais ou econômicas, de acordo com a vontade dos Estados que os instituíram. Vale dizer, diversamente do que se expôs quanto às estatais no tópico anterior, verifica-se que, relativamente aos fundos soberanos, *sobreleva o objetivo de maximização da rentabilidade, diferindo-se a satisfação das necessidades públicas para momento posterior*, em que os rendimentos serão empregados na política pública desenvolvida para o seu atendimento.

Eis, portanto, uma demonstração de que a utilização de recursos como na gestão dos fundos soberanos expande a lógica da rentabilidade para além daquela observada para o lucro das empresas estatais, admitindo-se que outras espécies de entidades públicas possam inserir-se no mercado com o objetivo de auferir rendimentos financeiros e – o que importa para os fins deste trabalho acadêmico – esse objetivo se põe anteriormente à destinação social ou política dos recursos resultantes do investimento.

Portanto, a menção aos fundos soberanos também é útil para revelar que é corrente a realização de investimentos financeiros com recursos públicos, com o que se confirma o anacronismo da rejeição à ideia do Estado como investidor *primariamente*⁹⁹ orientado à

⁹⁷ BREMMER, Ian. **O Fim do Livre Mercado: Quem vence a guerra entre Estado e corporações?** Trad. Luiz Euclides T. Frazão Filho. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 76-81. O autor restringe sua visão aos fundos nacionais, descartando a análise dos fundos constituídos por entes federados de cada país.

⁹⁸ Para uma referência histórica, v. PORTO, Antônio José Maristrello; GONÇALVES, Antônio Carlos Porto; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (coord.). **Regulação Financeira para Advogados**. Rio de Janeiro: Elsevier/FGV, 2012.

⁹⁹ É inevitável a remissão, neste ponto, à distinção entre interesses públicos *primários* e *secundários*, formulada por RENATO ALESSI e difundida no Brasil, dentre outros autores, por CELSO ANTONIO BANDEIRA DE MELLO, que diferencia o plexo de interesses dos indivíduos enquanto partícipes da sociedade (interesses primários) dos interesses do Estado enquanto pessoa jurídica titular de direitos e obrigações, como os interesses patrimoniais do erário (interesses secundários), que só devem ser perseguidos quando coincidentes com aqueles outros. V. ALESSI, Renato. **Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano**. Milão: Giuffrè,

obtenção de rendimentos. Ainda que esses rendimentos sejam posteriormente aplicados em ações estatais de intervenção na economia, o investimento financeiro, em si considerado, é possível e merece apreciação científica própria. Por óbvio, é exatamente a destinação dos rendimentos que justifica os investimentos financeiros estatais, como se verá adiante.

1.4 Conclusões parciais

Neste ponto, acredita-se ter sido possível demonstrar o que os investimentos financeiros do Estado *não* são: ainda que possuam, eventualmente, efeitos regulatórios *incidentais*¹⁰⁰, *não* se confundem com a ação estatal de cunho *interventivo*. Cuida-se da análise de uma nova forma de ação estatal, que, como será frisado ao longo de todo este estudo, *existe, já acontece*.

Diante dos fatos, é necessário que a Ciência do Direito se debruce sobre essa inédita modalidade de atuação econômica *lato sensu* e, em vez de simplesmente negá-la ou tentar enquadrá-la nas categorias conhecidas, com as quais se tem mais familiaridade, seguir novos caminhos, sem a sensação de perda ou a aversão a uma pretensa manifestação de iconoclastia. Não é, em absoluto, o caso.

A Psiquiatria ensina que a dor ou o luto normalmente percorrem cinco fases: a *negação*, a *fúria*, a *negociação*, a *depressão* e a *aceitação*¹⁰¹. O principal objetivo deste primeiro Capítulo era, precisamente, desmontar esse percurso, até porque, saliente-se, “*ninguém morreu*”. Não se pretende, neste trabalho acadêmico, proceder a qualquer espécie de *desconstrução* da teoria acerca da intervenção do Estado na economia, mas tão-somente assinalar que o Estado vem se inserindo na economia em novas e distintas configurações, às quais se deve dedicar atenção. É importante, desde já, *aceitar* que os investimentos financeiros estatais são uma realidade, resistindo-se ao impulso de rejeitar a sua existência (*negação*), proibi-los (*fúria*), buscar compreendê-los com o manejo de classificações impróprias (*negociação*) ou simplesmente ignorá-los, recusando-se a tratar da questão, como se pertencesse a outros ramos do Direito ou quiçá a outros domínios do conhecimento (*depressão*).

É necessário entender que não existe incompatibilidade dos investimentos estatais com o ordenamento jurídico e, a partir daí, propor mecanismos de disciplina e controle. A primeira

1953, p. 183 e seguintes; MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, 65 e seguintes. O tema será brevemente revolido no Capítulo 5.

¹⁰⁰ V. infra, Capítulo 2.

¹⁰¹ KLÜBER-ROSS, Elisabeth. **On Death and Dying**. New York: Scribner, 1997.

parte da missão era, modestamente, o propósito ao qual este Capítulo serviria de contribuição. A partir do próximo, em que se quer sustentar que, mais do que a inexistência de vedações, há fundamentos jurídicos favoráveis à concepção do Estado como *investidor institucional*, a tese se lança à segunda parte de seu desiderato.

2 CONSTRUINDO UMA CONCEPÇÃO DE ESTADO INVESTIDOR

2.1 Há base constitucional para um Estado investidor?

Como se observou no Capítulo anterior, não há, em princípio, vedação constitucional à realização de investimentos financeiros por entes públicos. Pretende-se, então, demonstrar que o compromisso, constitucionalmente estabelecido para o Estado, de *eficiência* e *economicidade* na gestão de seus recursos impõe ao Estado que busque, de forma permanente, alternativas para o financiamento das suas obrigações para com os administrados.

Num cenário de demandas sociais sempre (ou quase sempre) crescentes de uma *sociedade de expectativas*¹⁰², também será necessário que o Estado maximize as suas receitas, o que, num primeiro momento, tende a conduzir à majoração da carga tributária. Contudo, a confiança excessiva na tributação para captar recursos, com o abandono de outros mecanismos de obtenção de receitas, não será *economicamente eficiente*, uma vez que, no jargão dos financistas, pode importar uma indesejável postura de “depositar todos os ovos numa única cesta”: se esta cair, quebram-se todos. Mais ainda, pode revelar-se *desproporcional* – em sentido jurídico –, na medida em que desprezar formas negociais de aquisição de ingressos (como os investimentos financeiros) e, portanto, não constrictivas do patrimônio dos administrados/contribuintes.

¹⁰² Na expressão de EVA DESDENTADO DAROCA (Crisis y Transformación del Derecho Administrativo. In SADDY, André; LINARES MARTÍNEZ, Aurilivi (coord.). **Direito das Infraestruturas: Um Estudo dos Distintos Mercados Regulados**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 3. V. *supra*, Introdução).

O reconhecimento do Estado como investidor institucional, por intermédio de alguns entes públicos, ilumina possibilidades reais e efetivas de ganhos financeiros do Poder Público que podem representar uma alternativa viável para as quadras em que a tributação se revelar problemática, como, por exemplo, em circunstâncias de queda na arrecadação ou de questionamento jurídico de hipóteses de incidência.

2.1.1 Mudança de perspectiva: responsabilidade fiscal não é só gestão de passivo

Mas a apreciação do tema demanda um novo olhar. O crescimento das necessidades públicas e, por conseguinte, da demanda por serviços públicos é exponencial. E não é só: em virtude da consagração constitucional do *princípio da proibição de retrocesso social*, a concretização dos direitos sociais sempre tende a um “caminho sem volta”, de maneira que não possa mais o Estado furtar-se de prestar os serviços públicos (e, portanto, despender os recursos necessários para tanto)¹⁰³.

Sendo assim, por mais que a máquina administrativa seja reorganizada para reduzir despesas, tal redução encontrará sempre um limite, restando um piso de despesas públicas que não poderá ser cortado sem dano ao atendimento das necessidades sociais. *Em boa medida, pois, as despesas públicas já estão dadas quando da percepção das receitas públicas*, o que decerto expõe o Estado a toda a sorte de riscos financeiros – qualquer diminuição de receitas públicas pode prejudicar o custeio de serviços públicos e, ao final, inviabilizar as atividades-fins estatais.

Por essa razão, não pode o Estado abrir mão de alcançar a máxima rentabilidade possível em suas várias fontes de receitas e buscar, de modo criativo, novas fontes legítimas de recursos. Para tanto, porém, é necessária uma mudança radical de perspectiva. A gestão dos recursos públicos ainda é presidida por uma visão excessivamente conservadora e os agentes públicos são preparados para exercer suas funções com o máximo de redução de

¹⁰³ Em apertada síntese, a lógica do mencionado princípio é a de que, uma vez concretizados em sede legal os direitos sociais previstos na Constituição, poderão os mesmos alcançar um tal nível de consenso básico e, assim, radicar na consciência jurídica geral de forma a que uma revogação da legislação regulamentadora será inconstitucional, por atentar já diretamente contra a norma constitucional definidora do direito social (cf. DERBLI, Felipe. **O Princípio da Proibição de Retrocesso Social na Constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007). A teoria ali sustentada foi objeto de algumas críticas em SARLET, Ingo Wolfgang. **A Eficácia dos Direitos Fundamentais**. 8.ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2007, p. 457, posteriormente enfrentadas em DERBLI, Felipe. *A Aplicabilidade do Princípio da Proibição de Retrocesso Social no Direito Brasileiro*. In SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de (org.). **Direitos Sociais: Fundamentos, Judicialização e Direitos Sociais em Espécie**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

despesas – o que, diga-se de passagem, é louvável –, mas não são formados para pensar em soluções criativas de captação de novos ingressos¹⁰⁴.

Quando se fala, então, em aplicações financeiras, o tema é cercado de tabus (v. Capítulo 1) e, por falta de familiaridade da Administração Pública com a questão, é maior a chance de serem tomadas decisões economicamente equivocadas ou, o que é ainda pior, tais decisões podem ser evadas de má-fé ou fraude, lesando-se os cofres públicos e, ao fim e ao cabo, prejudicando-se a consecução das políticas públicas.

Já é mais do que tempo de se cuidar da preparação da Administração Pública para uma gestão economicamente eficiente de seu patrimônio – especialmente, para o que interessa a esta tese, dos recursos financeiros. Nessa linha de raciocínio, impende demonstrar que também se pode extrair da própria Constituição Federal, sob a incidência dos princípios da *eficiência* e da *economicidade*, a orientação normativa para que, dentro de limites prudenciais e sob estrito controle, possa o Estado ir aos mercados financeiro e de capitais para buscar mais recursos destinados ao custeio das atividades administrativas.

2.1.2 Eficiência e economicidade

A Administração Pública está subordinada, por força do *caput* do art. 37 da Constituição da República, ao *princípio da eficiência*, conceituada esta, nos dizeres de DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO, como “a melhor realização possível da gestão dos interesses públicos, em termos de plena satisfação dos administrados com os menores custos para a sociedade”¹⁰⁵. A exigência constitucional de eficiência demanda uma reorientação da Administração Pública sob uma perspectiva *funcionalista*, que se legitima pelo *resultado*¹⁰⁶.

Como aspecto financeiro da eficiência, o princípio da *economicidade* – parâmetro de controle da Administração Pública (art. 70 da Constituição Federal) – envolve a ótima relação *custo-benefício*, de modo a que as receitas públicas sejam consumidas de modo racional e, com isso, as necessidades sociais sejam satisfeitas ao máximo possível com o mínimo gasto possível.

¹⁰⁴ Em sentido semelhante, v. OSBORNE, David; GAEBLER, Ted. **Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público**. Trad. Sérgio Fernando Guarischi Bath e Ewandro Magalhães Júnior. Brasília: MH Comunicação, 1994, p. 214.

¹⁰⁵ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Mutações do Direito Público**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 311.

¹⁰⁶ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Quatro Paradigmas do Direito Administrativo Pós-Moderno: Legitimidade – Finalidade – Eficiência – Resultados**. Belo Horizonte: Fórum, 2008, p. 105; 110-111.

Ocorre que, mesmo no custeio das ações administrativas prioritárias, os recursos disponíveis, ainda que bem geridos, tendem à escassez, seja no curto, no médio ou no longo prazo. Considerando-se, então, que, segundo a máxima geralmente atribuída a MILTON FRIEDMAN, “não existe almoço grátis”, uma insuficiência de recursos para atender a despesas tendencialmente crescentes (como são as despesas previdenciárias dos servidores e o custeio dos serviços judiciários, por exemplo) só pode desembocar em duas alternativas, quais sejam: a) o colapso dos serviços públicos ou b) o esforço de obtenção de recursos, via b.1) aumento das receitas públicas ou b.2) realização de operações de crédito.

A primeira possibilidade é, obviamente, a menos desejável, pois consagra a frustração das demandas sociais. Na prática, é também a mais arriscada, uma vez que já faz parte do cotidiano da sociedade brasileira a busca de prestações positivas do Estado por via judicial, hipótese em que o Judiciário, não raro, impõe o atendimento da necessidade individual sob pena de imposição de penalidades pecuniárias e até mesmo de responsabilização pessoal – cível e criminal – da autoridade pública. O resultado, é claro, é ainda mais custoso, podendo exigir, por exemplo, contratações emergenciais para aquisição de insumos (com a dispensa de procedimentos licitatórios destinados à contratação pelo menor preço) ou mesmo o pagamento de multas – maior dispêndio, portanto.

Por seu turno, a segunda possibilidade também pode não ser nada interessante, na medida em que impuser ao Estado a adoção de medidas que socializarão o custo da demanda, como, por exemplo, a majoração de tributos ou o financiamento público, com assunção, pelo Erário, de encargos decorrentes da tomada de crédito¹⁰⁷. Em qualquer dos casos, o custo se eleva ao final e a sociedade suportará essa elevação.

Resta, com isso, o manejo de ferramentas eficientes de gestão financeira, que, num ambiente de escassez de recursos, assegure a manutenção das ações estatais e, ao mesmo tempo, permita a adoção de medidas para a obtenção de novos ingressos. Um dos mais recorrentes mecanismos utilizados para assegurar a destinação de recursos públicos ao custeio das atividades reconhecidas como prioritárias é a instituição de *fundos especiais*, que, de acordo com DANIELLE MORAES SELLA e CÉLIA CRISTINA ARRUDA, são criados com o objetivo de melhor aplicação de recursos em áreas prioritárias e/ou carentes de investimento e possibilitam a reunião de informações capazes de subsidiar e agilizar a tomada

¹⁰⁷ Vale aqui a referência ao magistério de RICARDO LOBO TORRES, que esclarece que os empréstimos não são, a rigor, *receita pública* (TORRES, Ricardo Lobo. **Curso de Direito Financeiro e Tributário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 216.)

de decisões ¹⁰⁸. São, portanto, instrumentos institucionais de *eficiência financeira e administrativa* ¹⁰⁹ e, por isso, servem como exemplo didático. Corrobora o exposto a afirmação de HELENO TAVEIRA TORRES e FELIPE DA CUNHA RODRIGUES, *in verbis*:

“Repisamos que os fundos públicos têm sua origem na necessidade de organização de atribuições de certos recursos, por meio de procedimento técnico que sirva aos valores de redistribuição financeira, próprios do intervencionismo estatal, com garantia dos princípios que norteiam a ordem econômica no atingimento de certos fins que não poderiam ser alcançados sem a previsão do patrimônio em separado, sob gestão articulada para a consecução dos objetivos legais.”¹¹⁰

A criação de fundos de destinação tem o mérito de “carimbar” recursos para o custeio de ações prioritárias da Administração Pública e, ao mesmo tempo, desonerar o Tesouro das obrigações financeiras respectivas, mediante a instituição de unidade orçamentária própria. Em outras palavras, a fonte de custeio primeira dessas obrigações será o montante dos recursos vertidos ao fundo de destinação, cumprindo ao Tesouro honrá-las apenas em caráter subsidiário, quando tais recursos forem insuficientes. Nessa toada, é fácil perceber que a boa gestão dos recursos destinados aos fundos especiais é fundamental para que o Estado não seja compelido a custear suas finalidades com recursos que seriam destinados a outros campos da ação estatal.

A segregação de recursos para uma gestão especializada acarreta um dever, para os respectivos gestores, de “fazer o dinheiro *render*”, o que importa fazer com que os recursos sejam suficientes para custear as ações administrativas a que se destinam, desonerando o Tesouro de proceder a aportes adicionais. É bastante razoável sustentar que “render”, no caso, compreende não apenas o gasto racional, como também a adoção de mecanismos que permitam a obtenção propriamente dita de rendimentos, a serem também revertidos ao custeio das atividades administrativas – ou seja, investimentos financeiros. Quanto mais se utilizam

¹⁰⁸ SELLA, Danielle Moraes; ARRUDA, Célia Cristina. Fundos Especiais. **Revista do Tribunal de Contas do Estado do Paraná**, Curitiba, n. 118, p. 76-89, abr./jun. 1996., p. 88.

¹⁰⁹ Em sentido oposto, enxergando “problemáticas desvantagens” na gestão financeira via fundos, v. SANCHES, Osvaldo Maldonado. Fundos federais: origens, evolução e situação atual na administração federal. In **Revista de Informação Legislativa** 154:269-299. Brasília: Senado Federal, abr./jun. 2002. No entanto, o autor reconhece algumas vantagens (ainda que as considere limitadas), como, por exemplo, a garantia da destinação dos recursos afetados, a descentralização administrativa, a viabilização de melhores avaliações e controle de resultados e a preservação dos recursos não utilizados num exercício financeiro para uso no exercício seguinte, reduzindo-se o desperdício (p. 285-186).

¹¹⁰ TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 53. É importante fazer uma ressalva: ainda que os recursos integrantes dos fundos especiais sejam destinados a finalidades interventivas, as *aplicações financeiras* desses recursos, *uma vez direcionadas primordialmente à obtenção de rendimentos*, não são, em si mesmas, intervenções estatais na economia.

aplicações financeiras, maiores as possibilidades de aumento dos recursos disponíveis – remetendo-se à conhecida metáfora do cobertor curto, abre-se a viabilidade de se o “esticar”.

Logo, é correto concluir que, havendo disponibilidade de recursos para tanto, *o Estado não só pode como deve utilizar ferramentas de investimentos que lhe permitam buscar rentabilidades atraentes, observados determinados limites de exposição a risco*. Cumpre ao Estado proceder a aplicações financeiras naquilo que não for impeditivo da consecução de suas finalidades públicas, para maximizar receitas e, com isso, preparar-se melhor para enfrentar suas obrigações constitucionais e legais. Em suma, haverá entidades públicas que devem ser reconhecidas como *investidores institucionais*, a exemplo do que se dá com as companhias seguradoras, os fundos de pensão, os clubes de investimentos etc., juridicamente obrigados – por lei, estatuto ou respectivo regulamento – a efetuar aplicações financeiras no mercado¹¹¹.

Nessa linha de raciocínio, os gestores dos fundos especiais devem atuar com vistas a evitar o dispêndio de recursos públicos do Tesouro para além daqueles já destinados aos fundos, sob pena de prejudicar outras ações estatais também importantes. Devem manejar ferramentas de ampliação de suas receitas, que não se podem restringir à majoração de carga tributária ou ao aumento de preços públicos. Do contrário, a própria instituição dos fundos de destinação passa a ter utilidade reduzida à segregação de recursos, que poderia ser feita de forma meramente contábil¹¹² – em síntese, negar a possibilidade de aplicações financeiras nesses casos parece atentar contra a *eficiência* e a *economicidade* da gestão dos recursos públicos.

¹¹¹ Remete-se aqui à conceituação de ALEXANDRE ASSAF NETO, reproduzida na Introdução, segundo a qual investidor institucional é a pessoa jurídica legalmente obrigada a investir parte de seu patrimônio no mercado financeiro (ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282.)

¹¹² MALDONADO SANCHES (SANCHES, Osvaldo Maldonado. Fundos federais: origens, evolução e situação atual na administração federal. In **Revista de Informação Legislativa** 154:269-299. Brasília: Senado Federal, abr./jun. 2002, P. 278-279) relata a existência de classificações normativas dos fundos especiais como sendo de natureza *contábil* ou *financeira*. De acordo com o Decreto Federal nº 93.872/86, seriam fundos de natureza contábil aqueles “constituídos por disponibilidades financeiras evidenciadas em registros contábeis destinados a propiciar saques a serem efetuados contra o caixa do Tesouro Nacional”, isto é, formados por ativos destacados do caixa do Tesouro; os fundos de natureza financeira, por sua vez, seriam os “constituídos mediante a movimentação de recursos do caixa do Tesouro Nacional para depósito em estabelecimentos oficiais de crédito, segundo cronograma aprovado, destinados a atender os saques previstos em programação específica”, ou seja, recursos individualizados em seu nome para a realização de programações previstas no orçamento. O autor, no entanto, critica a classificação, à luz da falta de um delineamento preciso de ambas, bem como pela existência de fundos de caráter híbrido, que são, ao mesmo tempo, contábeis e financeiros, como é o caso do Fundo Soberano do Brasil (FSB). V. também TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 43-44; 324.

2.1.3 O Estado poupador e os compromissos de longo prazo

É de se observar, ainda, o comportamento do Estado em sua gestão financeira no longo prazo. As despesas financeiras correntes do Estado, como, por exemplo, as despesas de pessoal, precisam ser analisadas sob a perspectiva do longo prazo, em função da sua permanência. A elas se aliarão outras despesas, como os custos de infraestrutura do Estado – sobretudo nos casos em que, apesar da participação do empresário privado, o Estado partilha com este os riscos do negócio (como se dá, *v.g.*, nas parcerias público-privadas) – e como as despesas com a previdência. Neste último caso, então, a questão assume contornos de ainda maior gravidade, considerado o envelhecimento acelerado da população brasileira¹¹³ e, portanto, o maior tempo de pagamento dos benefícios.

Nas despesas de longo prazo, o grande desafio é não transferir para o futuro o custo de obrigações assumidas no presente, compelindo as gerações futuras a suportar os encargos de manutenção da geração atual. Cuida-se de observar o *princípio da equidade entre as gerações*, assim definido por RICARDO LOBO TORRES:

A equidade entre gerações significa que os empréstimos públicos e as despesas governamentais não devem sobrecarregar as gerações futuras, cabendo à própria geração que deles se beneficia arcar com o ônus respectivo. Outrora prestigiado, o princípio perdeu em parte a sua importância. É que a translação de compromissos financeiros para as gerações futuras se compensa com a transmissão de bens culturais e de equipamentos e obras públicas criados pelas gerações precedentes. Mas é inegável que o endividamento excessivo repercute sobre o futuro, transferindo a carga fiscal para outra geração, motivo por que o art. 167, III, vedou, em homenagem à equidade, os empréstimos que excedam o montante das despesas de capital.¹¹⁴

A realização de investimentos financeiros pelo Estado tem claríssima relação com o princípio da equidade entre as gerações. A reserva de algum capital para investimentos de longo prazo pode ser um *eficiente* mecanismo de preparação do Estado para enfrentar despesas futuras, desonerando as próximas gerações de suportar o encargo. Quer-se dizer que, quando o Estado gere seus ativos sob a lógica dos investimentos, tem maiores chances de reduzir a translação das despesas públicas entre gerações, porquanto tal gestão, se

¹¹³ Cf. BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Síntese de Indicadores Sociais: Uma Análise das Condições de Vida da População Brasileira – 2010**. Rio de Janeiro: IBGE, 2010. Disponível em: http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/indicadoresminimos/sinteseindicisociais2010/SIS_2010.pdf. Acesso em: 21 fev. 2014.

¹¹⁴ TORRES, Ricardo Lobo. **Curso de Direito Financeiro e Tributário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 103-104.

adequadamente realizada, poderá permitir ao Estado formar um “colchão” de reservas capazes de suportar as obrigações de longo prazo assumidas.

A equidade entre gerações tem assento constitucional. Como assinala FELIPE DE MELO FONTE, a constitucionalização de normas de proteção intergeracional é um fenômeno mundial – diversas Constituições em todo o planeta já consagram normas desse jaez, num processo ainda em curso:

“Em tempos mais recentes, vem ocorrendo o fenômeno da constitucionalização das normas de proteção intergeracional. É o que ocorreu no direito brasileiro, a partir do art. 225 da Constituição Federal de 1988, e também na África do Sul, Alemanha, Argentina, Bolívia, França, Noruega, Polônia, Portugal e Suíça. O Japão foi ainda mais longe, e consagrou, em sua carta constitucional, a extensão do regime de direitos fundamentais às gerações futuras, que assim proclama: ‘Art. 11. As pessoas não devem ser impedidas de gozar qualquer dos direitos fundamentais. Esses direitos fundamentais garantidos ao povo por esta Constituição serão conferidos as pessoas desta e das futuras gerações como direitos eternos e invioláveis’.

Além disso, há propostas de emendas à constituição de diversos países atualmente em discussão, todas no sentido de implementar medidas de proteção aos interesses das gerações supervenientes. De modo silencioso, os Estados vêm incluindo paulatinamente disposições constitucionais de equidade intergeracional, ora os protegendo expressamente, ora determinando que sejam considerados na elaboração de políticas públicas em matéria ambiental ou financeira. [...]”¹¹⁵.

Para o autor, o constitucionalismo é *ontologicamente intergeracional*, basicamente por duas razões. Em primeiro lugar, por força da pretensão de perenidade da Constituição¹¹⁶, que a torna o meio adequado ao diálogo entre gerações, ditando os princípios das trocas justas entre elas para preservar a convivência harmônica no tempo. Se é certo que a volubilidade da Constituição comprometeria o seu papel de preservação de direitos e valores fundamentais ante o poder político e as forças sociais¹¹⁷, disso se infere que a Constituição não se prestará a

¹¹⁵ FONTE, Felipe de Melo. **O Constitucionalismo Intergeracional – Uma investigação sobre o modelo jurídico-normativo de proteção dos interesses das gerações futuras**. 77 f. Projeto de Tese (Doutorado em Direito Público) – Programa de Pós-Graduação em Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 9-11. Texto gentilmente cedido pelo autor, a quem se registra o agradecimento pelas valiosas indicações bibliográficas – e a disponibilização de algumas delas – para a elaboração deste tópico.

¹¹⁶ É clássica a referência à lição de KONRAD HESSE sobre a importância da estabilidade constitucional para a preservação de sua força normativa: “Igualmente perigosa para força normativa da Constituição afigura-se a tendência para a freqüente revisão constitucional sob a alegação de suposta e inarredável necessidade política. Cada reforma constitucional expressa a idéia de que, efetiva ou aparentemente, atribui-se maior valor às exigências de índole fática do que à ordem normativa vigente. Os precedentes aqui são, por isso, particularmente preocupantes. A freqüência das reformas constitucionais abala a confiança na sua inquebrantabilidade, debilitando a sua força normativa. A estabilidade constitui condição fundamental da eficácia da Constituição.” (HESSE, Konrad. **A força normativa da Constituição**. Trad. Gilmar Ferreira Mendes. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1991, p. 22).

¹¹⁷ Cf. BARROSO, Luís Roberto. **Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo**. 1.ed, 3. tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 140.

avaliar uma tamanha transferência de encargos que deixe às gerações futuras uma *terra arrasada*.

Em segundo lugar, porque a Constituição tem, em boa medida, caráter *contramajoritário*, naquilo que, na lógica do jogo democrático, preserva os direitos fundamentais das minorias em face das decisões das maiorias eventuais. Para FONTE, os sistemas políticos criam incentivos de priorização do presente, do curto prazo, em detrimento do longo prazo, do futuro, sobretudo porque a ação política, não raro, se dirige à obtenção de dividendos eleitorais. Por tal razão, as gerações futuras merecem tratamento equiparado às minorias e, como destinatários de iguais respeito e consideração, proteção contra a violação dos seus direitos e interesses¹¹⁸.

Em estudo publicado no ano de 1997 pelo IPEA, REGINA VILLELA MALVAR e LAWRENCE J. KOTLIKOFF, utilizando o método do *balanço intergeracional*, emitiram conclusões que, conquanto datadas – porque anteriores às reformas do sistema previdenciário brasileiro operadas pelas Emendas Constitucionais nº 20/98, nº 41/03 e nº 47/05 –, permanecem alarmantes: observada a política fiscal vigente à época, os brasileiros nascidos após 1995 arcariam com carga tributária 116% (cento e dezesseis por cento) superior à imposta aos contribuintes nascidos até então. Dentre as possíveis medidas para evitar tamanha transferência de encargos às gerações futuras, os autores propunham redução do gasto real das três esferas de governo em 26,2%, a redução do valor real dos benefícios previdenciários e assistenciais em 17,9% ou o aumento da carga tributária em 11,7%. Nada impediria, claro, que fossem combinadas¹¹⁹.

Para além da última alternativa, que envolve riscos nada desprezíveis (v. *infra*) e da redução de benefícios, que sempre acarreta acalorados debates quanto aos seus limites jurídicos (em virtude do princípio constitucional da segurança jurídica – máxime em seu aspecto da proteção da confiança – e da expressa proteção dos direitos adquiridos e do ato

¹¹⁸ FONTE, Felipe de Melo. **O Constitucionalismo Intergeracional – Uma investigação sobre o modelo jurídico-normativo de proteção dos interesses das gerações futuras**. 77 f. Projeto de Tese (Doutorado em Direito Público) – Programa de Pós-Graduação em Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 5; 11-12. Texto gentilmente cedido pelo autor. V. também ASFAHA, Samuel G. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 12. Disponível em: <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013.

¹¹⁹ MALVAR, Regina Villela; KOTLIKOFF, Laurence J. Balanço intergeracional: o caso brasileiro. In **Pesquisa e planejamento econômico** 27:493-518. Rio de Janeiro: IPEA, dezembro/1997, v. 27, n. 3. Disponível em: <http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/722/662>. Acesso em: 15 fev. 2014. Segundo os autores (p. 493-494), o *balanço intergeracional (generational accounting)* é uma metodologia, criada por economistas norte-americanos, que permite “medir o impacto do atual rumo da política fiscal e das políticas alternativas sobre o montante que as gerações futuras de brasileiros têm como expectativa de pagar e receber do governo durante o resto de suas vidas. O balanço intergeracional também permite estimar os efeitos da transição demográfica ou de políticas adotadas no passado sobre a carga tributária líquida a ser paga por diferentes gerações”.

jurídico perfeito¹²⁰), a formação de reservas financeiras para aplicações se revelará um mecanismo muito interessante para a adoção da primeira providência sugerida. Com efeito, SAMUEL G. ASFAHA, discorrendo sobre o uso de fundos de receitas nacionais (*National Revenue Funds – NRFs*, que são, a rigor, espécies de *fundos soberanos*), originárias da exploração de *commodities* como petróleo, gás natural ou produtos agrícolas, destaca a viabilidade de seu uso como mecanismo *eficiente* de controle de despesas e endividamento públicos:

“No cerne da estabilização fiscal dos NRFs está o princípio de suavização de gastos [*expenditure-smoothing*]: manter estáveis as despesas governamentais através dos picos e quedas de receitas. Dessa forma, fundos de estabilização servem como instrumentos de política anticíclica para suavizar gastos, mediante o financiamento de investimentos públicos durante períodos de queda de preços [das *commodities*] e poupança durante períodos de altos preços. Para esse propósito, fundos de estabilização possuem um conjunto de normas que definem quando ingressos e retiradas devem ocorrer.

Fundos de estabilização também podem ser ferramentas úteis para uma economia de modo a evitar os efeitos danosos da Doença Holandesa¹²¹. Assim se dá quando o fundo limita o montante de receitas originárias das *commodities* não renováveis¹²² que ingressam nos cofres do governo para gastos. Com efeito, fundos de estabilização servem como um instrumento de esterilização, um instrumento que previne a injeção excessiva de receitas na corrente dos gastos governamentais.

NRFs também auxiliam os países ricos em recursos naturais a prevenir o endividamento. Tais países normalmente se endividam porque seus governos tendem a tratar os picos de preço das *commodities* como permanentes e as quedas de preço como transitórias. Como resultado, tendem a contrair empréstimos em ambos os momentos. Para cortar a ligação direta entre gasto e receita, NRFs podem desencorajar governos a tomar crédito quando os preços das *commodities* se elevam fortemente.”¹²³

¹²⁰ Confira-se, por exemplo, a coletânea de estudos em TAVARES, Marcelo Leonardo (coord.). **A Reforma da Previdência Social: Temas Polêmicos e Aspectos Controvertidos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

¹²¹ A expressão *doença holandesa* é consagrada na economia. Segundo descreve o próprio autor, refere-se à perda de competitividade dos setores agrícola e manufatureiro de um país em virtude da apreciação cambial da moeda em períodos de alta dos preços da *commodities*, que, favorecendo o balanço de pagamentos do país, desestimulam a exportação de outros produtos. Além disso, existe um movimento do capital e da força de trabalho para o segmento das *commodities*, desestruturando os demais. V. ASFAHA, Samuel G.. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 10-12. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013

¹²² O autor utiliza a expressão *windfall revenues*, que numa tradução literal, seria algo aproximado a *herança inesperada*. A locução diz respeito aos ingressos públicos que um país possui não necessariamente em função de sua estrutura fiscal ou administrativa, mas por ter sido beneficiado com recursos naturais de alto valor econômico, como é o caso do petróleo, do gás natural e de metais como o cobre .

¹²³ ASFAHA, Samuel G.. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 15. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013. Tradução livre do inglês: “At the heart of the fiscal stabilization objective of NRFs is the principle of expenditure-smoothing: making government expenditures stable across revenue booms and busts. Thus, stabilization funds serve as counter-cyclical policy instruments for smoothing expenditures by financing public investment during price busts and saving during

O aumento do endividamento público, por óbvio, importa criação de obrigações pecuniárias futuras para o Estado. Com isso, o custeio das despesas públicas atuais é transferido para a geração seguinte, que, dependendo da qualidade do gasto público, será penalizada com o aumento da carga tributária necessária à cobertura das despesas sem, no entanto, auferir os benefícios correlatos, eventualmente exauridos pela geração anterior – é o que se verá, por exemplo, se o crédito público custear despesas correntes, como as de pessoal, e não as despesas de capital, como as obras de infraestrutura. A segregação de recursos para investimentos – normalmente via fundos especiais – funcionaria como uma *obrigação atual* (de aportes) e, assim, limitaria o gasto público em outras áreas. Adicionalmente, ofereceria a possibilidade de ampliação das receitas para custeio das mesmas despesas no futuro.

A lógica acima exposta é própria dos chamados *fundos de estabilização*, relacionados com a formação de reservas para o custeio de futuras medidas macroeconômicas anticíclicas. Raciocínio similar, no entanto, pode ser aplicado a fundos primariamente destinados à poupança para despesas futuras previsíveis, como os fundos previdenciários. Deles também cuida ASFAHA, em textual:

“Similarmente, fundos de poupança podem satisfazer dois objetivos sociais ótimos, particularmente para recursos naturais não-renováveis. Primeiramente, na medida em que grandes reservas são acumuladas, tal fundo pode assegurar dinheiro para investimentos públicos bem depois de esgotados tais recursos. Isso pode, portanto, evitar, ou ao menos reduzir, o já mencionado ‘anda-para’ dos investimentos públicos. Em segundo lugar, fundos de poupança podem garantir equidade intergeracional, uma vez que pressupõem que as atuais gerações não serão capazes de consumir toda a receita gerada pela exploração de dada *commodity*. NRFs na Noruega, Omã e Alasca investem sua poupança em valores mobiliários considerados seguros para gerar renda adicional para uso futuro.”¹²⁴

periods of price booms. For this purpose, stabilization funds have a set of rules that define when savings and withdrawals should be made.

Stabilization funds may also be useful tools for an economy to avoid the worst effects of Dutch Disease. It does this if it caps the amount of windfall revenues that go into government coffers for spending. In effect, stabilization funds serve as an instrument of sterilization, an instrument that prevents the excess injection of revenues into the stream of government spending.

NRFs may also help resource-rich countries prevent debt. Such countries often get into debt because their governments tend to treat commodity price booms as permanent but price busts as transitory. As a result, they tend to borrow during both. By cutting the link between expenditure and revenue, NRFs can discourage governments from borrowing on the strength of commodity booms.”

¹²⁴ ASFAHA, Samuel G. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 15. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013. Tradução livre do inglês: “Similarly, savings funds may satisfy two optimal social objectives, particularly for nonrenewable natural resources. First, to the extent that large savings are accumulated, such a fund could ensure cash for public investments long after the

A formação de reservas para despesas futuras e a aplicação financeira dessas reservas, com o objetivo de maximização das receitas, é de substancial importância, sobretudo quando as receitas advêm da exploração de recursos naturais não-renováveis, pois a riqueza é distribuída de forma intergeracional, impedindo-se, se não um eventualmente inevitável esgotamento dos recursos, o total exaurimento de seus efeitos econômicos. Especialmente para o caso de despesas correntes – como são as previdenciárias, mas a ideia se estende a outras – a poupança governamental forçada permite o manejo de técnicas de casamento entre ativos e passivos (conhecidas como *Asset Liability Management – ALM*¹²⁵) e, portanto, o alinhamento do gasto público com as receitas (e não o contrário) não apenas no curto prazo de cada exercício financeiro, como também no longo prazo.

2.2 Risco financeiro e a indisponibilidade do interesse público

Nesta quadra, é necessário enfrentar aquela que, provavelmente, é a ideia mais enunciada quando se sustenta a oposição aos investimentos financeiros do Estado: os recursos públicos, alega-se, não poderiam ser submetidos ao *risco* inerente ao mercado financeiro. No entanto, é certo afirmar que *sempre há risco em qualquer modalidade de arrecadação de receitas públicas*. Demonstrar-se-á o ponto.

A já mencionada resistência cultural e política à percepção de *rendimentos* pelo Estado – que se insere num lugar que, em princípio, não seria seu – conduz, em certa medida, a um argumento acessório, traduzido na crença de que a submissão do Estado à lógica do investidor seria sujeitá-lo aos *riscos* do mercado, o que seria considerado inaceitável, pois o patrimônio público, por sua própria condição, não se poderia submeter ao risco. Acredita-se que seja uma decorrência da compreensão do que seria o chamado *princípio da indisponibilidade do interesse público*. Numa acepção mais ampla, apresentada por ODETE MEDAUAR, dito princípio estatui que “[...] é vedado à autoridade administrativa deixar de tomar providências

resources have been depleted. It may thus avoid, or at least reduce, the aforementioned ‘go-stop’ public investments. Second, savings funds may ensure inter-generational equity, as they imply that current generations will not be able to consume all of the revenue generated from the exploitation of the given commodity. NRFs in Norway, Oman and Alaska require that their savings be invested in safe securities to generate additional income for future use.”

¹²⁵ Confira-se a referência ao ALM em FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013, p. 24; 35-38. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

ou retardar providências que são relevantes ao atendimento do interesse público, em virtude de qualquer outro motivo [...].¹²⁶

Sob perspectiva, diga-se, mais *patrimonial* – e, portanto, mais próxima do objeto deste estudo –, CELSO ANTONIO BANDEIRA DE MELLO ensina, *verbis*:

“A indisponibilidade dos interesses públicos significa que, sendo interesses qualificados como próprios da coletividade – internos ao setor público –, não se encontram à livre disposição de quem quer que seja, por inapropriáveis. O próprio órgão administrativo que os representa não tem disponibilidade sobre eles, no sentido de que lhe incumbe apenas curá-los – o que também é um dever – na estrita conformidade do que predispuser a *intentio legis*. [...]

Em suma, o necessário – parece-nos – é encarecer que na administração os bens e interesses *não se acham entregues à livre disposição da vontade do administrador*. [...].¹²⁷

É visível a identificação da rejeição à possibilidade de os recursos públicos serem submetidos a risco financeiro e o *princípio da indisponibilidade do interesse público*. A possibilidade de perdas na “*circanda financeira*” causa desconforto e algum sentimento de desvio de finalidade: sendo tantas as necessidades da população, pode desagradar aos ouvidos o discurso de que o Estado deve reservar receitas para aplicações financeiras.

Trata-se, no entanto, de uma ideia que não resiste a uma análise mais detida, que agrega três perspectivas diferentes. A primeira delas é de cunho eminentemente jurídico: os investimentos financeiros não são atos de *disposição* de coisa pública, mas atos de *mera gestão*. Como se verá adiante, gerir dinheiro de modo economicamente eficiente demanda aplicações que, quando menos, busquem rendimentos capazes de preservar o poder aquisitivo do numerário investido, sob pena de submeter a Administração Pública ao *custo de oportunidade*, ou seja, o “não-ganho”.

Compare-se com a administração de bens públicos: é possível a perda de valor ou o mesmo o perecimento da coisa – suponha-se, por exemplo, a corrosão de equipamentos públicos instalados a beira-mar ou a acentuada depreciação de uma viatura policial –, de tal modo que cabe ao Poder Público preveni-los; ainda assim, por mais diligente que seja o agente público incumbido de sua cura, os fenômenos nem sempre podem ser evitados, mas tão-somente mitigados ou postergados. Ademais, a conservação dos bens envolve custo, gasto de dinheiro, que, em última análise, também se traduz em diminuição patrimonial do Estado, ainda que marginal em muitos casos.

¹²⁶ MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno**. 15.ed rev., atual. e ampl.. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 137.

¹²⁷ MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 76-77. Os grifos são do original.

O mesmo se dá com os investimentos: da mesma forma que os equipamentos na praia, mesmo protegidos, podem sofrer os efeitos da maresia, ou os automóveis utilizados pela Polícia Militar, conquanto bem cuidados, podem ser danificados no confronto com criminosos – e essas possibilidades nada mais são do que *riscos* –, as aplicações financeiras ensejam a possibilidade de perda financeira, mas, em determinadas aplicações, essa perda pode ser inevitável e, ainda assim, ser *menos pior* do que a inércia, o não investir. Nessa linha de raciocínio, não seria incorreto afirmar que *não investir* (e abrir mão de potencial rentabilidade) é que importaria, em determinados casos, verdadeiro ato de disposição.

Mesmo que se considere, *ad argumentandum*, que os investimentos financeiros são formas de disposição dos recursos públicos, é bem de ver que a própria concepção da *indisponibilidade do interesse público* vem sendo mitigada pela doutrina e pela jurisprudência. Com efeito, já é expressiva entre os administrativistas brasileiros a aceitação de mecanismos *consensuais* – como acordos e transações – para a solução de conflitos envolvendo a Administração Pública, casos em que, normalmente, há concessões recíprocas entre as partes. Em determinados casos, a solução de consenso, ainda que importe alguma renúncia patrimonial, pode ser mais consentânea com o interesse público do que a imposição unilateral ou a delonga do conflito, com prejuízos (financeiros, inclusive) para todas as partes¹²⁸. O Supremo Tribunal Federal já se manifestou a respeito, como se percebe, *v.g.*, do acórdão cuja ementa abaixo se transcreve:

“EMENTA: Poder Público. Transação. Validade. Em regra, os bens e o interesse público são indisponíveis, porque pertencem à coletividade. E por isso, o Administrador, mero gestor da coisa pública, não tem disponibilidade sobre os interesses confiados à sua guarda e realização. Todavia, há casos em que o princípio da indisponibilidade do interesse público deve ser atenuado, mormente quando se tem em vista que a solução adotada pela Administração é a que melhor atenderá à ultimatezação deste interesse. [...]”¹²⁹

A releitura do princípio da indisponibilidade do interesse público também é relacionada com o tema da possibilidade de os conflitos em que a Administração Pública é parte serem resolvidos por intermédio da arbitragem. Para tanto, os autores recorrem à distinção, proposta por RENATO ALESSI entre *interesses públicos primários e secundários*

¹²⁸ Nesse sentido, *v.* ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 85.

¹²⁹ BRASIL. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. PRIMEIRA TURMA. Recurso Extraordinário nº 253885/MG. Rel. Min. ELLEN GRACIE. Julgamento em 04.06.2002. Publicado no Diário da Justiça de 21.06.2002, p. 118.

(ou derivados)¹³⁰, para afirmar que apenas estes últimos, de cunho patrimonial, seriam disponíveis, desde que mediante autorização legislativa¹³¹. Ocorre que os investimentos financeiros praticados por entes públicos, como se verá posteriormente, serão *sempre* condicionados à existência de permissivo legal, cabendo apenas a controvérsia quanto a se tratar ou não de reserva *absoluta* de lei para tal autorização¹³².

Demais disso, frise-se, desde logo, que não se quer sustentar, em absoluto, a possibilidade de o Estado, à guisa de efetuar aplicações financeiras, subtrair recursos do custeio de atividades diretamente relacionadas com o atendimento de necessidades coletivas ou da proteção ou promoção de direitos fundamentais. Este será, aliás, um dos limites jurídicos propostos para a disciplina dos investimentos financeiros do Estado no Capítulo 5 desta tese, mas é possível adiantar algumas considerações a respeito.

Como se consignou no Capítulo anterior, os investimentos são importantes ferramentas para a gestão financeira dos compromissos estatais de longo prazo. É justamente com a reserva de recursos para aplicações financeiras – cujos rendimentos serão vertidos, ao final, à consecução de finalidades públicas – que se preservam as receitas que serão imediatamente destinadas às despesas públicas. Um exemplo já mencionado pode ser, mais uma vez, bastante explicativo: a segregação de recursos para o custeio da previdência dos servidores públicos, com a autorização legal para aplicações financeiras, desobriga o Tesouro de fazer aportes para cobertura de déficits, permitindo-lhe o dispêndio em outras funções administrativas fundamentais, como a segurança pública e as prestações de saúde; do contrário, não seria inimaginável que um agente político viesse a público para comunicar que não poderia reformar um hospital ou uma escola, uma vez que os recursos já estariam

¹³⁰ Cf. ALESSI, Renato. **Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano**. Milão: Giuffrè, 1953, p. 183 e seguintes; MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, 65 e seguintes. V. *infra*, Capítulo 5.

¹³¹ Cf. CARNEIRO, Cristiane Dias. Adoção de Cláusulas de Arbitragem nos Contratos da Administração Pública e, em Especial, pelas Estatais. In SOUTO, Marcos Juruena Villela. Criação e Função Social da Empresa Estatal – A Proposta de um Novo Regime Jurídico para as Empresas sob Controle Acionário Estatal. In SOUTO, Marcos Juruena Villela; CARRASQUEIRA, Simone de Almeida; CARNEIRO, Cristiane Dias; ASSED, Andressa Pinheiro Mendes (coord.). **Direito Administrativo Empresarial**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006; MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Arbitragem nos Contratos Administrativos. In MANNHEIMER, Sergio Nelson (coord.). **Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, v. XVIII, p. 29-38, 2006. Em sentido ligeiramente distinto, sustentando que o elemento característico da disponibilidade do interesse público é a autorização legal, isto é, inexistente esta, mesmo o interesse secundário será indisponível, v. ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 87.

¹³² V. *infra*, Capítulo 5.

comprometidos com o pagamento de aposentadorias de servidores públicos, usualmente identificados pela opinião pública como agraciados por um regime privilegiado¹³³.

Portanto, os investimentos financeiros, por si sós, não são necessariamente lesivos ao atendimento das necessidades públicas para as quais há carência de recursos, quando forem também destinados à maximização das receitas voltadas a outras necessidades coletivas igualmente relevantes.

A segunda perspectiva, de base igualmente jurídica, é refratária à visão dos mercados financeiro e de capitais como um *cassino*. Um conhecido jogo infantil de tabuleiro lançado na década de 1980, que se propunha a simular o próprio desenrolar da vida, utilizava a expressão “*jogar na Bolsa [de Valores]*”, que, conquanto até pudesse ser, eventualmente, própria para a época, está longe de refletir a realidade brasileira atual: os mercados nacionais são bastante regulados, submetendo-se não apenas às normas dos entes públicos reguladores, como também às entidades de autorregulação – essa foi, aliás, uma das principais razões de contenção, no Brasil, da devastação gerada nos mercados mundiais pela crise financeira de 2008 (a conhecida crise dos *subprimes*)¹³⁴.

Em outras palavras, os investimentos financeiros – observadas, obviamente, as normas que regulam o setor e as exigências de prudência – não podem mais ser vistos como uma espécie de *jogo de azar* ou *aposta* e, portanto, território dos perdulários, onde a tendência é sempre a da bancarrota. Ao revés, devem ser compreendidos como uma forma legítima e razoavelmente segura de buscar rendimentos, quando se conhece e se controla a exposição ao risco, e, em contrapartida, como uma importante ferramenta de desenvolvimento econômico, na medida em que oferece capital para o financiamento do próprio Estado e da atividade empresarial do país.

2.2.1 Aportes da teoria das finanças e a análise de risco dos investimentos (ou por que não depender tanto da tributação)

A terceira visão, finalmente, embora incorpore elementos da Economia, será de relativa simplicidade. Com efeito, *qualquer atividade destinada à obtenção de receitas, sem exceção,*

¹³³ Cf. DERBLI, Felipe. O Direito Previdenciário Estadual do Rio de Janeiro. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 66, p. 94-131, 2011, p. 128.

¹³⁴ Sobre o tema, v. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007; EIZIRIK, Nelson et al.. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2.ed. rev. e atual.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, e, especificamente sobre a crise dos *subprimes*, principalmente como registro histórico, PORTO, Antônio José Maristrello; GONÇALVES, Antônio Carlos Porto; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (coord.). **Regulação Financeira para Advogados**. Rio de Janeiro: Elsevier/FGV, 2012.

está sujeita a algum grau de risco. A Teoria Econômica contemporânea preocupa-se, no segmento dedicado à administração do risco (*risk management*), a oferecer mecanismos de mensuração (*rating*) e, portanto, controle da exposição aos riscos financeiros. Dentre as várias classificações desses riscos, escolha-se, em caráter meramente exemplificativo, aquela que os divide em:

- a) *risco de mercado*: relacionado com eventos de natureza política, econômica e social (macroeconômicos), como variações nas taxas de juros ou de câmbio, eleições ou catástrofes naturais;
- b) *risco de crédito*: risco de inadimplemento de uma obrigação pela contraparte devedora;
- c) *risco de liquidez*: concernente a uma dificuldade de negociação de um ativo a preço de mercado em caso de necessidade ou ao atraso no cumprimento de obrigação pela contraparte devedora que exponha o credor a problemas em seu fluxo de caixa – em síntese, o risco na conversão *tempestiva* de um crédito no respectivo valor em dinheiro, de tal modo que um ativo de baixa liquidez, quando convertido tempestivamente em dinheiro, o será por valor menor –;
- d) *risco operacional*: decorrente de falha humana ou tecnológica que possam impedir ou atrasar o cumprimento de obrigações; e
- e) *risco legal*: derivado da inadequação da base jurídica, do marco regulatório ou da formatação do negócio, capaz de permitir o questionamento de obrigações, seu descumprimento ou sua anulação.¹³⁵

As modalidades de risco acima descritas podem ser reunidas em dois grandes grupos, quais sejam, o *risco sistemático* ou *não-diversificável* (conjuntural, decorrente de elementos exógenos ao ativo) de um lado, e, de outro, o *risco não-sistemático* ou *diversificável* (intrínseco ao ativo).

Duas lições fundamentais da Teoria Econômica são as de que (i) *risco envolvido* e *retorno esperado* são diretamente relacionados, na medida em que o investidor que se submete a maiores margens de risco tem a expectativa de ter a sua exposição justamente

¹³⁵ Classificação adaptada de YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 27; LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 268 e seguintes; ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, *passim*.

remunerada¹³⁶, e (ii) é impossível *eliminar* totalmente o risco sistemático de qualquer ativo. É o que se infere do magistério de ALEXANDRE ASSAF NETO, *in verbis*:

Dessa maneira, pode-se introduzir que o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte sistemática (risco sistemático ou conjuntural) e não sistemática (risco específico ou do próprio ativo).

O risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado, sendo determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. *Não há como se evitar totalmente o risco sistemático, sendo indicada a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para redução desse risco.*

O risco definido por não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e *sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si.*¹³⁷

Em outras palavras – e já aplicando a lição às Finanças Públicas –, o controle (mas não a eliminação) do risco total da sustentação das atividades estatais na obtenção de receitas exigirá a *diversificação* da obtenção dessas receitas e, mais ainda, a combinação de modalidades que sejam, por assim dizer, simétricas, de modo a que rentabilidade de uma possa anular ou, quando menos, minorar os prejuízos suportados em outra.

É uma ideia que se opõe a uma certa mistificação dos tributos como forma segura e eficiente de geração de receitas públicas. O pensamento comum confere à tributação a primazia dentre os mecanismos de arrecadação de receitas públicas, em detrimento de outras de cunho mais comercial, que se incluem nas chamadas *receitas originárias*. Tal primazia se justifica, antes de tudo, pela já referida superioridade das receitas tributárias, em valores absolutos, relativamente às demais receitas derivadas e às receitas originárias¹³⁸.

Paralelamente, soa razoável, à primeira vista, que, por ser a obrigação tributária *ex lege*, o Estado teria margens maiores de atuação e, com seu poder de império, submeter-se-ia menos à vontade do contribuinte para arrecadar suas receitas do que, por exemplo, na hipótese de fazer uma aplicação financeira num fundo de investimento, por dispor, inclusive, dos mecanismos de cobrança do crédito tributário previstos no Código Tributário Nacional e na

¹³⁶ Cf. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 269; ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 220 e seguintes.

¹³⁷ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 220-221. Os grifos foram acrescentados.

¹³⁸ No entanto, isso nem sempre ocorre. Conforme notícia publicada no jornal *O Globo*, cerca de metade das prefeituras do Estado do Rio de Janeiro negligenciam sua estrutura de arrecadação fiscal e dependem fundamentalmente dos *royalties* do petróleo para seu custeio (Metade dos municípios do Rio depende muito dos *royalties* e corre risco de colapso. O Globo Online, 24 mai. 2008. Disponível no endereço eletrônico http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/05/24/metade_dos_municipios_do_rio_depnde_muito_dos_royalties_corre_risco_de_colapso-500620501.asp. Acesso em: 28 ago. 2009).

Lei n.º 6.830/80. Resumidamente, a tributação livraria o Estado dos riscos financeiros a que se expõe o particular na sua gestão financeira.

Isso não é, *a priori*, verdadeiro. A rigor, a tributação contém em si tantos riscos quanto quaisquer outras modalidades de obtenção de receitas. Com efeito:

- a) *existe risco de mercado na tributação*, pois alterações no ambiente macroeconômico geram reflexos sobre a vida do contribuinte, podendo reduzir seus rendimentos ou sua atividade empresarial e, portanto, encolher a arrecadação do fisco;
- b) *a tributação também se sujeita ao risco de crédito* – provas consistentes disso são a própria existência de uma legislação penal exclusivamente voltada para os crimes contra a ordem tributária e os recentes esforços dos órgãos de advocacia pública incumbidos de promover as execuções fiscais na utilização de outros instrumentos de coerção ao cumprimento de obrigações tributárias para além do ajuizamento de execuções fiscais, como, por exemplo, o protesto de certidões de dívida ativa e a inscrição de contribuintes devedores em cadastros públicos de inadimplentes;
- c) *o crédito tributário exhibe risco de liquidez*, hajam vista as dificuldades para a sua cobrança (já mencionadas quando da referência ao risco de crédito), a delonga das execuções fiscais e o consolidado entendimento jurisprudencial acerca da privatividade de sua cobrança pelos órgãos públicos de representação judicial dos entes federados, o que torna de difícil realização a sua securitização ou a cessão do crédito a terceiros;
- d) *é indiscutível a existência de risco operacional na tributação*, diante das conhecidas limitações da Administração Tributária em todos os níveis de governo, aliada às dificuldades das Procuradorias e da habitual insuficiência das estruturas dedicadas pelo Poder Judiciário ao processamento das execuções fiscais; e
- e) *percebe-se, por fim, o risco legal da tributação*, que se pode traduzir na possibilidade de questionamento judicial da constitucionalidade da legislação tributária e de uma consequente exoneração do contribuinte de seu dever de pagar tributos.

Obviamente, não se quer aqui discutir a importância da tributação como principal fonte de receitas públicas. No entanto, os argumentos acima colocados demonstram que mesmo a concentração das receitas na arrecadação de tributos é incapaz de livrar o Estado do risco financeiro. Logo, vê-se que a busca de outras ferramentas de obtenção de receitas, para

além das fiscais, é uma importante medida de gerenciamento de risco, que atende à comezinha recomendação da Teoria das Finanças: diversificação para mitigação dos riscos¹³⁹.

Prossiga-se. O risco sistemático inerente à tributação pode ser controlado se o Estado também se empenhar na obtenção de receitas originárias, como a exploração de bens patrimoniais ou na realização de aplicações financeiras, por exemplo. Paralelamente, o risco não-sistemático da tributação pode ser reduzido no caso da celebração de negócios jurídicos cujo ganho financeiro do Estado seja capaz de compensar, de alguma forma, uma queda na arrecadação – suponha-se, *verbi gratia*, que os rendimentos obtidos mediante a aplicação em um fundo de renda fixa, lastreado em títulos públicos federais, possam reduzir os prejuízos advindos da perda de arrecadação tributária de um Estado num exercício, decorrente da declaração de inconstitucionalidade de uma lei que houvesse elevado a alíquota do Imposto sobre Transmissão *Causa Mortis* e Doações (ITCMD) a patamares confiscatórios.

Demais disso, a tributação nem sempre é economicamente eficiente. Na verdade, os orçamentos não costumam prever os custos *reais* da máquina administrativa, ignorando os custos indiretos da sua atividade¹⁴⁰. Numa realidade administrativa em que o corpo de servidores é grande e que os procedimentos não são ainda totalmente informatizados (ocasionando, portanto, grandes gastos com material de papelaria, malotes postais, custo de espaço físico para arquivamento de documentos, mutirões de trabalho etc.), a tributação pode ser incrivelmente cara aos cofres públicos, resultando, na prática, em decréscimo sobre a arrecadação e, financeiramente, em perda de receita que, silenciosamente, escorre entre os dedos da Administração Pública.

Por fim, é certo afirmar que a tributação, quando menos, é antipática. Existe custo político considerável na majoração de tributos, o que bem demonstra o episódio da extinção da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF, cuja “não-prorrogação” em 2007 mobilizou diversos segmentos da sociedade¹⁴¹. Das várias alternativas de ampliação das receitas públicas, a tributação decerto será a que menos alcançará a aceitação da população, dada a já elevadíssima carga tributária suportada pelos contribuintes no país – aqui se poderia indicar também a existência de um *risco de imagem*. É conveniente que o Estado,

¹³⁹ Nesse sentido, LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 269.

¹⁴⁰ OSBORNE, David; GAEBLER, Ted. **Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público**. Trad. Sérgio Fernando Guarischi Bath e Ewandro Magalhães Júnior. Brasília: MH Comunicação, 1994, p. 238-239.

¹⁴¹ Confira-se, nesse sentido, a notícia da *Folha Online* sobre a mobilização capitaneada pela FIESP à época: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0905200730.htm>. Acesso em: 02 dez. 2012.

sempre que possível, busque outras formas de obtenção de receitas, capazes de despertar menor rejeição social, em detrimento do aumento dos tributos.

Uma ressalva, porém, é importante: não se quer sustentar que não haja risco na obtenção das receitas originárias. Para além dos investimentos financeiros – cujo risco é de óbvia constatação –, um simples exemplo pode demonstrar justamente o contrário. Veja-se a usual *concessão de uso de um bem imóvel*: também é um negócio jurídico que se sujeita a risco, pois:

- a) *existe risco de mercado*, uma vez que a conjuntura macroeconômica pode expor o cessionário à redução de suas receitas, comprometendo, com isso, a sua capacidade de honrar a taxa de ocupação do imóvel;
- b) *obviamente, há risco de crédito*, traduzido na possibilidade de inadimplência;
- c) *há risco de liquidez*, não apenas pelas razões já alinhadas quanto ao crédito tributário, mas também pela eventual dificuldade de contratação – pelas características do imóvel, não é impossível que a licitação para a escolha do cessionário seja deserta ou frustrada –;
- d) *existe risco operacional*, consubstanciado numa eventual ineficiência na cobrança administrativa da taxa de ocupação do imóvel, além das já mencionadas dificuldades atinentes às execuções fiscais; e
- e) verifica-se, eventualmente, o *risco legal*, quando, por exemplo, há impugnação judicial da concessão de uso do bem, com fundamento em limitações ambientais ou urbanísticas.

É certo admitir, portanto, que não existe qualquer possibilidade de obtenção de receita totalmente livre de risco. No entanto, apesar de inevitável, o risco é mensurável e pode ser monitorado, de modo a que a Administração Pública, na gestão de seus bens e recursos, submeta-se a *risco calculado*.

O raciocínio até aqui desenvolvido conduziria, naturalmente, à ideia de que a Administração Pública até poderia lançar-se aos investimentos financeiros, mas jamais poderia efetuar qualquer investimento ou realizar qualquer negócio jurídico que fossem considerados de *alto risco*, capazes de gerar perdas significativas – até mesmo superiores ao capital investido, em casos de *alavancagem*¹⁴². Todavia, isso também não é verdade: haverá

¹⁴² Denomina-se *alavancagem* a possibilidade de investidores institucionais ou fundos de investimentos, mediante expressa autorização estatutária ou em seus regulamentos, investirem valores superiores aos respectivos patrimônios. Segundo a classificação de dados da ANBIMA, “[u]m fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de *default* nos ativos do fundo” (cf. <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/classificacao->

situações em que a Administração Pública *pode* ou até mesmo *deve* fazer investimentos de alto risco financeiro, ainda que limitados a um percentual relativamente pequeno da sua carteira de aplicações. Como, então, isso se justifica?

2.2.1.1 Risco, retorno, custo de oportunidade e perda de chance

Para fins de investimentos financeiros, a definição de *risco* e a sua relação direta com o *retorno esperado* são lições elementares das Finanças. IRAN SIQUEIRA LIMA *et alii* discorrem sobre esses temas da seguinte forma:

“Decisões Financeiras de Investimentos são tomadas com base no conhecimento dos fatos que temos no presente e de probabilidades que podem ocorrer no futuro, num horizonte de curto, médio e longo prazo. Pode-se, então, concluir que as decisões financeiras são tomadas dentro de um contexto de total incerteza com relação a seus resultados e que a incerteza aumenta quanto maior for o prazo determinado.

Quando diversos resultados possíveis podem ser quantificados por uma associação de incertezas e probabilidades diversas, diz-se que a decisão está sendo determinada em uma situação de risco. *Risco, portanto, está diretamente associado a possíveis mudanças futuras no(s) cenário(s) e parâmetro(s) sobre os quais foi baseada a decisão, no momento zero.*

No caso extremo de uma situação de total estabilidade do mercado financeiro, por um longo período de tempo, as decisões, durante aquele período, seriam facilitadas pelo menor risco envolvido (eventuais mudanças nos cenários e parâmetros não seriam visíveis, principalmente no curto prazo); todavia, o retorno seria menor do que aquele que poderia ser alcançado em situações de extrema turbulência e nervosismo do mercado, causado pela rapidez e frequência das mudanças. *Portanto, o Retorno Esperado está diretamente associado ao Risco Envolvido. [...]*

O Risco procura quantificar os possíveis desvios (resultados – incluindo a *possibilidade de perda*) associados às probabilidades conhecidas e estabelecer o grau de confiança (ou inversamente, o grau de certeza) de uma decisão de Investimento que tem como objetivo um valor médio esperado (Retorno Esperado).”¹⁴³

É quase intuitivo supor que alguém que, racional e voluntariamente, se expõe a condições de maior incerteza tenha a expectativa de auferir ganhos maiores do que outra pessoa que optou por situação de maior confiabilidade. A lógica é muito simples: se houvesse dois tipos de investimentos com o mesmo grau de risco, ninguém escolheria, conscientemente, o menos rentável; de igual modo, se houvesse dois tipos de investimentos

de-fundos/classificacao-anbima-de-fundos/Pages/classificacao.aspx. Acesso em: 11 fev. 2014). Evidentemente, potencializam-se os ganhos, mas, em contrapartida, é possível perder-se mais do que se investiu – pode-se até mesmo demandar dos sócios, participantes ou cotistas o aporte de recursos adicionais. V. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 81.

¹⁴³ LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 267-268. Os grifos foram acrescentados.

com a mesma rentabilidade, ninguém escolheria, em sã consciência, o mais arriscado. Portanto, o investidor racional só aceitará submeter-se a maiores riscos se tiver a perspectiva de ser premiado por seu arrojo.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça já reconheceu a relação direta entre risco e retorno esperado. Confira-se, em caráter exemplificativo:

“RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO.

1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. *Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior é a possibilidade de lucro e rentabilidade do produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.*

2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança.

3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas a obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor.

4. Recurso especial conhecido e provido.”¹⁴⁴

Como no conhecido (e conservador) provérbio que diz mais valer um pássaro na mão do que dois voando, quem corre o risco de terminar sem nenhum pássaro o faz porque até admite tal hipótese, mas também crê ser possível ficar, ao final, com dois; por outro lado, quem opta por manter o pássaro já capturado não apenas descrê na possibilidade de ampliar seus ganhos, como, ainda que vislumbre alguma possibilidade de sucesso, não toleraria a eventualidade da perda.

A alegoria é útil para explicar dois lados da mesma moeda, quais sejam, a vontade – ou a necessidade, conforme o caso – de buscar ganhos maiores e a *tolerância ao risco*: observado o propósito de auferir rendimentos financeiros, o investidor com maior *aversão ao*

¹⁴⁴ BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. QUARTA TURMA. **REsp 799.241/RJ**. Relator Ministro RAÚL ARAÚJO. Julgamento em 14 ago. 2012. Publicado no DJe em 26.12.2013. Os grifos são acrescentados. No mesmo sentido, v. BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. TERCEIRA TURMA. **REsp 1003893/RJ**. Relator Ministro MASSAMI UYEDA. Julgamento em 10 ago. 2010. Publicado no DJe em 08.09.2010.

risco buscará aplicações com menores possibilidades de perda, mas, em contrapartida, tem a expectativa de obter rendimentos menores; inversamente, quem é mais *propenso ao risco* aceita a eventualidade da perda, mas terá expectativa de maior remuneração. Evidentemente, o objetivo de qualquer investidor racional é *maximizar seus ganhos* e, ao mesmo tempo, *minimizar os seus riscos*¹⁴⁵, pelo que tencionará sempre o ponto ideal entre ambos. Esse ponto, contudo, não é necessariamente uma situação de absoluto equilíbrio, podendo, inclusive, privilegiar um em detrimento do outro. O argumento pode ser explicado com exemplos.

Existem inúmeras variáveis a impactar na tolerância de um investidor ao risco, mas a principal delas, provavelmente, é o *tempo* disponível para manter os recursos aplicados. Se um investidor não necessitará dos recursos no curto prazo (por exemplo, porque exclusivamente destinados a despesas futuras), terá, ao menos em tese, mais condições de suportar as perdas e recuperar-se delas ao longo do tempo, diversamente do que ocorre com quem precisar do capital investido para despesas correntes e, com isso, não possa admitir a perda dos valores aplicados, mesmo que isso importe a percepção de rendimentos mais baixos. Como se percebe, a destinação final dos recursos aplicados e dos rendimentos advindos dessas aplicações financeiras determinará a tolerância ao risco de cada investidor¹⁴⁶.

Considere-se, ainda, que o risco de *perda*, economicamente, também envolve o risco de *não ganhar*. Para um investidor institucional, a opção por um investimento *menos* rentável, dentre várias alternativas de *risco similar*, significa o desatendimento de seus objetivos, uma vez que terá perdido a oportunidade de maximizar seus rendimentos. A isso se dá o nome de *custo de oportunidade*. Segundo HAL R. VARIAN, o custo de oportunidade se traduz no valor dos usos alternativos do dinheiro, de modo que “[...] todo fluxo de pagamentos deveria ser comparado à melhor alternativa possível com características semelhantes em termos de impostos, grau de risco e liquidez”¹⁴⁷.

O custo de oportunidade nos investimentos financeiros possui expressão jurídica, o que se pode demonstrar com a menção da *teoria da responsabilidade civil por perda de chance*. De acordo com RAFAEL PETEFFI DA SILVA, *verbis*:

“A chance representa uma expectativa necessariamente hipotética, materializada naquilo que se pode chamar de ganho final ou dano final, conforme o sucesso do

¹⁴⁵ Nesse sentido, v. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 275.

¹⁴⁶ A ideia será retomada no Capítulo 5.

¹⁴⁷ VARIAN, Hal R.. **Microeconomia: conceitos básicos**. Trad. da 7.ª ed. por Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. 10.ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 213.

plano aleatório. Entretanto, quando esse processo aleatório é paralisado por um ato imputável, a vítima experimentará a perda de uma probabilidade de um evento favorável. Esta probabilidade por ser estatisticamente calculada, a ponto de lhe ser conferido um caráter de certeza.

Esse tipo de chance perdida possui um valor próprio. Assim, um bilhete de loteria representa nada mais do que a chance de ganhar determinado prêmio, e não se questiona que ele tenha determinado preço. É verdade que nem sempre é tão fácil de se determinar o valor da chance perdida, mas isso não pode ser motivo para se negar a indenização de um dano existente.”¹⁴⁸

Os civilistas, como se nota, reconhecem a possibilidade (ainda que eventualmente complexa) de valoração econômica na *chance* de obtenção de vantagem, de tal modo que a probabilidade de sucesso, por si só, se insere no patrimônio jurídico do indivíduo e, caso inviabilizada por conduta alheia, surge o direito a indenização. É o que se dá, por exemplo, nos casos em que o advogado deixa de interpor recurso, devendo indenizar o seu cliente pela perda da chance de sagrar-se vencedor na contenda judicial em que fora negligentemente representado, ou quando, por falha na prestação de serviço médico, a vítima tem frustradas as suas possibilidades, ainda que pequenas, de recuperação de determinada enfermidade. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça já exhibe alguns julgados nesse sentido, como se verifica, v.g., nas seguintes ementas:

“CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NO RECURSO ESPECIAL. RECEBIMENTO COMO AGRAVO REGIMENTAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. DANOS MORAIS. CONDUTA OMISSIVA E CULPOSA DO ADVOGADO. TEORIA DA PERDA DE UMA CHANCE. RAZOABILIDADE DO VALOR ARBITRADO. DECISÃO MANTIDA.

1. Responsabilidade civil do advogado, diante da conduta omissiva e culposa, pela impetração do mandado de segurança fora do prazo e sem instruí-lo com os documentos necessários, frustrando a possibilidade da cliente, aprovada em concurso público, de ser nomeada ao cargo pretendido. Aplicação da teoria da ‘perda de uma chance’.

2. Valor da indenização por danos morais decorrentes da perda de uma chance que atende aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, tendo em vista os objetivos da reparação civil. Inviável o exame em recurso especial.

3. Embargos de declaração recebidos como agravo regimental, a que se nega provimento.”¹⁴⁹

“RECURSO ESPECIAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. VIOLAÇÃO DO ART. 535 DO CPC. INEXISTÊNCIA. SÚMULA Nº 7/STJ. NÃO INCIDÊNCIA. HOSPITAL PARTICULAR. RECUSA DE ATENDIMENTO, OMISSÃO. PERDA DE UMA CHANCE, DANOS MORAIS CABIMENTO.

[...]

¹⁴⁸ SILVA, Rafael Peteffi da. **Responsabilidade Civil pela Perda de uma Chance**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 13-14. Os grifos foram acrescentados.

¹⁴⁹ BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. QUARTA TURMA. **EDcl no REsp 1321606/MS**. Relator Ministro ANTONIO CARLOS FERREIRA. Julgamento em 23.04.2013. Publicado no DJe em 08.05.2013.

3. A dignidade da pessoa humana, alçada a princípio fundamental do nosso ordenamento jurídico, é vetor para a consecução material dos direitos fundamentais e somente estará assegurada quando for possível ao homem uma existência compatível com uma vida digna, na qual estão presentes, no mínimo, saúde, educação e segurança.
4. Restando evidenciado que nossas leis estão refletindo e representando quais as prerrogativas que devem ser prioritariamente observadas, a recusa de atendimento médico, que privilegiou trâmites burocráticos em detrimento da saúde da menor, não tem respaldo legal ou moral.
5. A omissão adquire relevância jurídica e torna o omitente responsável quando este tem o dever jurídico de agir, de praticar um ato para impedir o resultado, como na hipótese, criando, assim, sua omissão, risco de ocorrência do resultado.
6. A simples chance (de cura ou sobrevivência) passa a ser considerada como bem juridicamente protegido, pelo que sua privação indevida vem a ser considerada como passível de ser reparada.
7. Na linha dos precedentes deste Tribunal Superior de Justiça, restando evidentes os requisitos ensejadores ao ressarcimento por ilícito civil, a indenização por danos morais é medida que se impõe. [...]¹⁵⁰

Portanto, a chance (oportunidade) de auferir um ganho ou de mitigar uma perda – de caráter econômico ou não – possui, *de per se*, valor patrimonial, ensejando, inclusive, reparação civil quando eliminada por ato ou omissão de outrem. Assim sendo, parece razoável transportar o raciocínio para a seara dos investimentos financeiros e considerar, então, que existe valoração patrimonial na opção, dentre várias possibilidades de aplicações financeiras com *similares*¹⁵¹ graus de risco, liquidez e incidência de tributos, por aquele que apresenta a probabilidade de gerar mais rendimentos.

Quando há investimentos semelhantes com distintas potencialidades de rentabilidade, o investidor que escolhe o menos rentável suporta o *custo de oportunidade*, por *perder a chance de ganhar mais* – assim é que, quando essa perda de chance ocorre em virtude de conduta de terceiro, caracteriza-se a responsabilidade civil e surge o dever de indenizar. Nessa ordem de ideias, o *custo de oportunidade* pode ser conceituado, para os fins específicos desta tese, como a *expressão econômica da perda de chance de investimento financeiro*.

O conceito do custo de oportunidade é aplicável não apenas na comparação entre investimentos, como também na comparação entre *investir e não investir*, por uma simples razão: a moeda se sujeita à oscilação de seu respectivo poder de compra, que diminui quando há *inflação*. O dinheiro que fica simplesmente depositado em conta-corrente, sem qualquer tipo de remuneração, perde poder aquisitivo continuamente num cenário de inflação, por menor que seja esta; por outro lado, se aplicado em fundos de investimentos cujas carteiras

¹⁵⁰ BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. TERCEIRA TURMA. **REsp 1335622/DF**. Relator Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA. Julgamento em 18.12.2012. Publicado no DJe em 27 fev. 2013.

¹⁵¹ Assinale-se que a referência é sempre a grau de risco *similares* e não necessariamente *idênticos*, uma vez que tal identidade, na prática, jamais existe.

sejam constituídas por títulos públicos federais com remuneração atrelada aos índices de inflação, por exemplo, submete-se a risco baixíssimo e tem boas probabilidades de ser remunerado em taxas que compensem (parcial ou totalmente) ou superem dos índices inflacionários. No caso de investimentos realizados por pessoas jurídicas de direito público, eventualmente beneficiárias da imunidade tributária recíproca do art. 150, VI, “a” e § 2º, da Constituição Federal, as possibilidades se ampliam ainda mais, uma vez que não incidirão o Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)¹⁵².

Dessa maneira, a conduta do administrador de recursos públicos que submete o erário ao *custo de oportunidade*, deixando de investir tais recursos quando devia ou efetuando a aplicação financeira menos rentável dentre as alternativas de similares risco, liquidez e, quando for o caso, incidência de tributos, gera para o ente público a *perda de chance de auferir (mais) rendimentos*, cabendo, eventualmente, a sua responsabilização funcional, civil e até mesmo a caracterização de improbidade administrativa, na forma do art. 10, VI, primeira parte, da Lei Federal nº 8.429, de 02.06.1992:

Art. 10. Constitui ato de improbidade administrativa que causa lesão ao erário qualquer ação ou omissão, dolosa ou culposa, que enseje perda patrimonial, desvio, apropriação, malbaratamento ou dilapidação dos bens ou haveres das entidades referidas no art. 1º desta lei, e notadamente: [...]

¹⁵² Não há controvérsia quanto à imunidade tributária das próprias unidades federadas – *rectius*, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios –, em virtude da expressa dicção constitucional (Art. 150. *Sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios: [...] VI – instituir impostos sobre: a) patrimônio, renda ou serviços, uns dos outros; [...]*). No que se refere às autarquias e fundações públicas, contudo, o § 2º do art. 150 da Constituição (§ 2º *A vedação do inciso VI, a, é extensiva às autarquias e às fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público, no que se refere ao patrimônio, à renda e aos serviços, vinculados a suas finalidades essenciais ou às delas decorrentes.*), por ser mais restritivo, demanda a análise da destinação dos rendimentos auferidos, isto é, se são os mesmos vinculados às finalidades essenciais da entidade. O STF já decidiu favoravelmente ao reconhecimento da imunidade recíproca às autarquias, como se infere, v.g., do acórdão assim ementado:

“EMENTA: AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO EXTRAORDINÁRIO. IPTU. IMUNIDADE. AUTARQUIA. SÚMULA N. 724 DO SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. 1. Imunidade tributária prevista no artigo 150, VI, “c”, da Constituição de 1988. A circunstância de o imóvel encontrar-se locado não impede o alcance do benefício, vez que a renda auferida está voltada às suas finalidades essenciais (Súmula n. 724 do STF). Agravo regimental a que se nega provimento.” (STF, Segunda Turma, RE 357824 AgR, Rel. Min. EROS GRAU, j. 12.06.2007, DJe 29.06.2007).

No caso então julgado, tratava-se de autarquia gestora do regime de previdência de militares estaduais, que teve reconhecida a imunidade, com relação ao Imposto sobre a Propriedade Territorial Urbana (IPTU), dos imóveis integrantes de sua carteira, locados aos particulares com o objetivo de obtenção de rendimentos: uma vez que, a rigor, tratava-se de medida de gestão patrimonial voltada à rentabilidade – própria dos entes gestores dos ativos previdenciários – e tais rendimentos destinavam-se ao custeio de benefícios de previdência, o STF identificou, corretamente, a vinculação do imóvel às finalidades essenciais da autarquia.

A adoção do mesmo raciocínio para as aplicações financeiras é ainda mais simples, uma vez que, confiada a uma autarquia a missão de administrar recursos com finalidades específicas, é de imediata constatação que os investimentos financeiros – como atividade de gestão – se destinarão à obtenção de rendimentos igualmente direcionados às mesmas finalidades, evidenciando-se o enquadramento na hipótese constitucional de imunidade quanto aos impostos.

VI – realizar operação financeira sem observância das normas legais e regulamentares ou aceitar garantia insuficiente ou inidônea;

Nos casos em que a gestão dos investimentos é confiada a agentes externos, a responsabilidade civil será de cunho contratual, quando houver violação do *mandato*, sem prejuízo da corresponsabilidade com o agente público na eventual caracterização do ato de improbidade, na forma do art. 3º da Lei Federal nº 8.423/92.

2.2.2 Os investimentos financeiros como exigência de proporcionalidade

É possível, ademais, fundamentar a juridicidade dos investimentos financeiros por entidades estatais à luz do princípio ou postulado normativo da *proporcionalidade*. Muito já se escreveu sobre o tema da proporcionalidade, bastando, para os fins deste trabalho, referir à construção do Direito alemão, de há muito consagrada também na doutrina e na jurisprudência brasileiras: o princípio da proporcionalidade deriva da cláusula constitucional do Estado de Direito e serve como parâmetro de fiscalização da relação entre meios e fins da Administração Pública, naquilo em que restringe os direitos individuais em nome do interesse público¹⁵³.

Como é cediço, a investigação da incidência do princípio da proporcionalidade requer a submissão da restrição normativa a um triplo e sucessivo teste dos subprincípios da *adequação* (aptidão para a produção dos efeitos pretendidos), *necessidade* ou *exigibilidade* (inexistência de meio menos gravoso para a consecução do mesmo objetivo) e, por fim, *proporcionalidade em sentido estrito* (prevalência dos benefícios a serem atingidos sobre os sacrifícios a serem impostos)¹⁵⁴.

Também sob essa perspectiva, os investimentos financeiros não podem ser desprezados em favor da tributação. Considerando-se a *adequação* de ambos para a arrecadação de ingressos, situações similares em riscos (que, como já visto, existem para as duas modalidades) e liquidez autorizarão as aplicações financeiras, decerto menos gravosas para o particular que os tributos porque negociais e, portanto, alinhadas com a *necessidade* ou *exigibilidade*. Demais disso, em similaridade de condições de risco e liquidez, os

¹⁵³ É irrelevante, para esta tese, a distinção que vários autores (v. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. **Interpretação Constitucional e Direitos Fundamentais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 358 e seguintes) fazem entre *razoabilidade* e *proporcionalidade*, sendo possível admitir-se a *fungibilidade* entre ambos para os respectivos fins. A respeito, v. BARROSO, Luís Roberto. **Interpretação e Aplicação da Constituição**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 218 e seguintes.

¹⁵⁴ V., por todos, MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 255 e seguintes.

investimentos também serão *proporcionais em sentido estrito*, na medida em que, em regra, não gerarão redução patrimonial a quem quer que seja (isto é, não há *sacrifício* do particular), diversamente dos tributos, que importam a entrega compulsória ao Fisco de parte da riqueza dos contribuintes.

Existem, portanto, fundamentos jurídicos para admitir os investimentos financeiros de entes públicos, aos quais se associará outro: alguns entes públicos são *expressamente obrigados, por lei*, a investir nos mercados financeiro e de capitais. De toda forma, já se pode afirmar, à luz dos argumentos até aqui expendidos, não apenas que existe base constitucional para os investimentos financeiros dos entes públicos, como se pode assinalar a validade jurídica *prima facie* das leis que impõem a entes públicos a obrigação de investir em determinadas hipóteses.

2.3 “Investimento-rendimento”, “investimento-fomento” e “investimento-regulação”: a distinção é possível ou mesmo relevante?

Justificou-se, até aqui, a ida de entidades públicas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade precípua de obtenção de rendimentos e, portanto, despida de caráter *interventivo*. É bom ressaltar, nesse diapasão, que mesmo quando a *destinação final* dos recursos investidos (principal e rendimentos) for relacionada com a intervenção do Estado na economia, não quer dizer que a *aplicação financeira, o investimento em si*, seja de caráter *interventivo*. Evidentemente, a destinação dos recursos será determinante para a definição da estratégia de investimentos (v. *infra*, Capítulo 5), mas esta pode ser puramente voltada à remuneração do capital aplicado – que, ao final, será utilizado conforme dispuser a legislação de regência.

Sabe-se, por outro lado, que também há hipóteses em que o investimento estatal não tem o propósito primordial de rentabilidade, destinando-se ao *fomento* de determinadas atividades econômicas. Contudo, nem sempre a diferença entre uma e outra hipótese é suficientemente clara. Imagine-se, por exemplo, a integralização, por entes públicos, de cotas em fundos de investimentos em companhias emergentes, do segmento econômico da tecnologia da comunicação: dependendo dos objetivos do ente público investidor, o foco principal pode tanto ser a expectativa de alta rentabilidade como o incentivo ao desenvolvimento científico e tecnológico: a zona cinzenta exsurge do *alto risco* do investimento e da perspectiva – principal ou secundária, conforme o caso – de percepção de rendimentos.

Quer-se dizer, então, que, à medida que se eleva muito o risco financeiro do investimento, torna-se mais difícil distinguir o que se poderia denominar, para fins exclusivamente didáticos, “*investimento-rendimento*”, isto é, o investimento financeiro voltado à maximização de rentabilidades, do “*investimento-fomento*”, vocacionado para o incentivo às atividades econômicas¹⁵⁵. Impõe-se a investigação dos limites (e, eventualmente, da necessidade) dessa distinção, para o que se faz necessário remeter à conceituação de *fomento*.

GASPAR ARIÑO ORTIZ conceitua o fomento como uma atuação interventiva de favorecimento ao particular que se alinha com finalidades de interesse geral cuja promoção o Estado tenciona, mediante o oferecimento de vantagens econômicas e, excepcional e justificadamente, jurídicas¹⁵⁶. Nas palavras do mestre espanhol, *verbis*:

“Portanto, a atividade de fomento se configura como uma atividade de estímulo e pressão, realizada de modo não coativo, sobre os cidadãos e grupos sociais, para imprimir um determinado sentido a sua atuação. O Estado atua mediante estímulos de caráter econômico, tais como as subvenções, as isenções fiscais, os créditos etc.. Desse modo, o Estado não manda nem impõe, mas oferece e necessita da colaboração do particular para que a atividade fomentada se leve a cabo.”¹⁵⁷

As espécies de intervenção econômica para fins de fomento, segundo AUGUSTO DE ATHAYDE, são as seguintes: (i) benefícios e incentivos tributários; (ii) garantias; (iii) subsídios ou subvenções; (iv) empréstimos em condições favoráveis; (v) assistência técnica; (vii) desenvolvimento do mercado de títulos; (viii) protecionismo à produção nacional, (ix) polos industriais e comerciais e (x) sociedades de capital de risco. Interessa mais, para os fins deste estudo, a última das modalidades relacionadas, que, como a nomenclatura denuncia,

¹⁵⁵ A afirmativa sugere que, nos investimentos de *baixíssimo* risco, a fronteira entre o investimento com foco na rentabilidade e o investimento para fins de fomento seria mais visível. Com efeito, partindo-se da premissa de que a intervenção do Estado na economia pauta-se pelo signo da *subsidiariedade* (v., por exemplo, ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Princípios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004, p. 111-117), o investimento estatal de baixo risco para fins de fomento se apresenta, em princípio, como de difícil justificação, na medida em que a captação de investidores no mercado seria mais simples, prescindindo do fomento estatal. É verdade, por outro lado, que a correlata baixa rentabilidade poderia afugentar o investidor privado e, assim, prejudicar o financiamento de atividade econômica de interesse social relevante – nesse caso, no entanto, o estímulo por intermédio do *investimento* (por exemplo, a participação societária ou a aplicação em fundos de investimento) seria de complexa justificação do ponto de vista econômico, parecendo mais razoável a adoção de outras modalidades de fomento, como, por exemplo, a *subvenção*.

¹⁵⁶ ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Princípios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004, p. 344 e seguintes.

¹⁵⁷ ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Princípios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004, p. 345-346. Tradução livre do espanhol: “Por lo tanto, la actividad de fomento se configura como una actividad de estímulo y presión, realizada de modo no coactivo, sobre los ciudadanos y grupos sociales, para imprimir un determinado sentido a su actuación. El Estado actúa mediante estímulos de carácter económico, tales como las subvenciones, las exenciones fiscales, los créditos etc. De este modo, el Estado no manda ni impone, sino que ofrece y necesita de la colaboración del particular para que la actividad fomentada se lleve a cabo.”

envolve aplicações muito arriscadas do ponto de vista financeiro – os extremos costumam ser elementos adequados para explicações mais didáticas.

O fomento à economia mediante a atuação do Estado como *capitalista de risco* pressupõe a participação do ente estatal como investidor em empreendimentos de grande risco, de modo temporário e sem o exercício do poder de controle, com vistas à dinamização do mercado¹⁵⁸ – para CABRAL DE MONCADA, o objetivo é, ao final, alienar-se a participação estatal, de tal modo que, concluída a missão de estímulo dos investimentos privados, seja o Poder Público remunerado¹⁵⁹. O capital de risco ou *venture capital* se define, no escólio de MARIO GOMES SCHAPIRO, como:

“[...] uma ferramenta de investimento em empresas emergentes, de acordo com a qual o aporte de capital ocorre por meio de uma participação societária concentrada, a cargo de aplicadores especializados, que dispõem de mecanismos para acompanhar ativamente a gestão da empresa investida. [...]”¹⁶⁰

O *locus*, por excelência, do capital de risco é o investimento em inovação (especialmente, na área de tecnologia), normalmente em virtude do alto grau de incerteza da operação, do longo prazo de maturação dos negócios e da habitual inexistência ou insuficiência de garantias, sobretudo porque, em geral, as empresas emergentes não dispõem de saldo acumulado para investimento próprio e nem porte econômico suficiente para captação no mercado de capitais¹⁶¹. Assim, o papel do *venture capitalist* é o de viabilizar o empreendimento, até que este possa, por si, captar novos investimentos mediante os mecanismos habituais de financiamento da atividade empresarial, junto ao sistema financeiro ou mediante a emissão de valores mobiliários.

A atuação do Estado no segmento de *venture capital* tem, no Brasil, seu principal expoente no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, por intermédio de subsidiária BNDES Participações S/A – BNDESPar, mediante a *participação em fundos mútuos de investimento em empresas emergentes*, disciplinados na Instrução nº 209/94, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁶². Recentemente, outras entidades públicas de fomento também se inseriram nas atividades de capital de risco pelos mesmos

¹⁵⁸ SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo da Economia**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 54-55.

¹⁵⁹ MONCADA, Luís S. Cabral de. **Direito Económico**. 6.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2012, p. 620-621.

¹⁶⁰ SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 204-205.

¹⁶¹ É notório, por exemplo, que muitas das grandes companhias de tecnologia dos EUA (e do mundo) – como, por exemplo, a *Apple*, a *Microsoft* ou o *Facebook* – foram criadas por jovens em garagens ou alojamentos estudantis.

¹⁶² SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 238 e seguintes.

instrumentos, como é o caso, por exemplo, da Agência Brasileira da Inovação – FINEP (que, a exemplo do BNDES, também é uma *empresa pública federal*), consoante o permissivo da Lei Federal nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, e da Fundação Carlos Chagas Filho de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro – FAPERJ (esta uma *fundação pública*), autorizada pela Lei Estadual nº 5.361, de 29 de dezembro de 2008, do Estado do Rio de Janeiro.

Tal modalidade de participação apresenta, sem sombra de dúvida, todas as características de um investimento no mercado de capitais, segundo o qual se aplicam recursos numa determinada companhia – sem que se assuma a posição de controle, ou seja, de *empresário* –, com o objetivo de obtenção de retorno financeiro, mas não será esse o fim *preponderante* do investimento. Tal como se dá, *mutatis mutandis*, no caso das *empresas estatais*, cuja finalidade de consecução de políticas públicas se sobrepõe à persecução do lucro¹⁶³, os investimentos realizados com vistas ao fomento de setores econômicos também não são diretamente voltados à rentabilidade.

Discorrendo sobre a atuação dos agentes financeiros estatais de desenvolvimento – em especial, o BNDES –, MARIO GOMES SCHAPIRO maneja argumentos elucidativos sobre a questão:

“[...] os recursos mobilizados de forma compulsória pelo Estado são também alocados de acordo com os critérios dos agentes públicos. Isso significa que, nesta alternativa institucional, a intervenção estatal não só altera as condições espontâneas de poupança, como também modifica o destino da alocação financeira, alterando ambas as fases subsequentes do processo de financiamento: a seleção e a execução de projetos. Para STIGLITZ, a seleção e a execução são etapas do financiamento de que encarregam os agentes financeiros, uma vez encerrada a captação dos recursos. Na seleção, os agentes costumam escolher aqueles projetos corporativos que apresentem maior potencial de rentabilidade e menor risco, atributos estes que para serem alcançados dependem também do monitoramento, realizado pelos investidores durante a fase de execução. Ocorre, por sua vez, que, nos sistemas baseados nos bancos estatais, o critério de seleção e a forma da execução das operações financeiras assumem racionalidades distintas daquelas apresentadas pelos agentes financeiros privados. *Os agentes estatais internalizam nos critérios de decisão a intenção de se promover o desenvolvimento nacional. Dessa forma, as considerações de risco e de retorno, habitualmente empregadas pelos agentes financeiros, são ladeadas pela verificação do mérito das operações financiadas, isto é, pela sua capacidade de gerar externalidades positivas para os planos nacionais de desenvolvimento.* Essa forma de atuação será associada, por sua vez, à existência da propriedade estatal no sistema financeiro, que, como será visto adiante, permite articular os retornos econômicos individuais aos benefícios sociais.”¹⁶⁴

¹⁶³ V. *supra*, Capítulo 1.

¹⁶⁴ SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p.82-83. Os grifos foram acrescentados.

O raciocínio, conquanto referente aos bancos de desenvolvimento, é plenamente aplicável a quaisquer entidades públicas incumbidas do fomento que o façam mediante aplicações financeiras, seja mediante participações societárias, seja como cotistas de fundos de investimentos: não se considerará que o investimento foi necessariamente malsucedido se o retorno financeiro for pequeno ou mesmo quando se traduzir em prejuízo, uma vez que o seu principal objetivo é o de estimular uma determinada atividade econômica; tanto melhor que ofereça rendimentos ao ente público, mas não será uma condição *sine qua non* para o investimento – ao revés, será de menor relevância, podendo, inclusive, ser indiferente, mesmo porque *até os incentivos oferecidos pelo fomento, em si considerados, podem também não surtir o efeito desejado*. É pertinente, neste ponto, a observação de JOSÉ VICENTE SANTOS DE MENDONÇA:

“[...] Nem toda ação de fomento público vai atrair interessados; nem toda atividade privada fomentada atingirá os objetivos de interesse público que motivaram a atuação pública. Não é difícil imaginar modalidades esportivas olímpicas que, apesar dos altos valores de patrocínio público, resultem em resultados medíocres. Nem todo filme bancado pela Petrobras será sucesso de bilheteria, ou, para usarmos outro signo presuntivo, nem sempre despertará discussões acaloradas sobre o seu sentido ou sobre o sentido da arte. Os riscos do insucesso são comuns a toda e qualquer atividade, pública ou privada, e o fomento, é claro, não escapa a isso.”¹⁶⁵

Compare-se, então, com o exemplo das aplicações de fundos previdenciários em cotas de fundos de investimento em ações: tratando-se de investimento em renda variável, não há negar que serão aplicações de alto risco e, portanto, pressupõem a possibilidade de prejuízo; no entanto, serão efetuadas primordialmente em virtude da expectativa de retorno financeiro e não com vistas ao fomento. O *retorno esperado*, no caso, justifica o investimento, de tal modo que o incentivo a uma atividade econômica privada, se houver, será uma mera externalidade, de menor importância.

Existe, portanto, uma diferença entre o *investimento-rendimento* e o *investimento-fomento*: este último exibe uma *ainda maior tolerância ao risco*, uma vez que a expectativa de retorno financeiro é menos relevante do que os objetivos de estímulo às atividades econômicas estrategicamente eleitas pelo Poder Público. Na verdade, o investimento para fins de fomento também deve ser comparado com outras modalidades de incentivo econômico: em todas elas, o Estado assume parte dos riscos que financia, mas, em algumas, não tem expectativa de retorno (como no caso das subvenções) ou os têm limitados (como nos

¹⁶⁵ MENDONÇA, José Vicente Santos de. Uma teoria do fomento público: critérios em prol de um fomento público democrático, eficiente e não-paternalista. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 65, p. 115-176, 2010, p. 152-153.

financiamentos, em que os rendimentos são limitados pelas taxas de juros determinadas nos contratos). Quando o fomento se dá por meio de participações societárias ou em fundos de investimentos, os riscos também se limitam ao capital aplicado (às ações subscritas ou às cotas integralizadas, conforme o caso), mas os rendimentos são potencialmente ilimitados. A opção do administrador público, dentre as várias possibilidades de fomento, situa-se num dos vários pontos entre o puro e simples dispêndio dos recursos aplicados e a remuneração desse capital investido.

Por outro lado, o investimento direcionado à rentabilidade precisa, em regra, limitar a sua exposição a risco, uma vez que não tolerará a perda total dos recursos. Os entes públicos que podem ser identificados como *investidores institucionais* não podem “queimar” todo o seu capital em investimentos de alto risco e, com isso, inviabilizar o desempenho de suas próprias finalidades. Em virtude do já mencionado gerenciamento de risco ínsito a qualquer investidor (afinal, a perda do capital reduz ou mesmo inviabiliza novos investimentos), a tolerância ao risco financeiro é mais restrita quando o investimento é feito com vistas à percepção de rendimentos, em comparação com o investimento de cunho fomentador.

Substancialmente, portanto, a grande diferença é de *grau de tolerância ao risco* num e noutro caso, de tal modo que o *investimento-fomento* é ainda mais tolerante do que o *investimento-rendimento* de alto risco. Isso tem importante repercussão no que se refere ao exercício dos poderes inerentes ao acionista/investidor.

Quando o Estado investe com o objetivo de fomento, daí decorre que usará ferramentas do Direito Societário (quando acionista de uma companhia) ou do Direito dos mercados financeiro e de capitais (quando cotista de fundo de investimentos) para intervir na economia, basicamente da forma que procede nas prefaladas *empresas público-privadas*¹⁶⁶. Os fundos de investimentos, nesses casos, também se tornam espécies de “fundos público-privados”, o que influenciará na confecção dos respectivos regulamentos e nas suas finalidades. Sua participação, portanto, será muito mais ativa ou, quando menos, sua influência será considerável.

Por seu turno, os investimentos voltados para a rentabilidade não envolverão, em princípio, o mesmo nível de participação ou influência nas decisões da sociedade empresária ou da assembleia de cotistas de um fundo, uma vez que, nesse caso, o Estado não terá objetivos preponderantes ou concorrentes (em pé de igualdade) com as finalidades lucrativas da empresa ou do fundo. Logo, ressalvadas as questões atinentes à *função regulatória dos*

¹⁶⁶ V. *supra*, Capítulo 1.

investimentos (tratada no tópico a seguir), a participação ou influência será menor e relevante naquilo que servir à garantia dos objetivos de rentabilidade e exposição a risco do investimento¹⁶⁷.

De toda sorte, seja o investimento estatal voltado ao fomento, seja voltado à rentabilidade, é imperioso que suas finalidades sejam objeto de ampla divulgação (*disclosure*), como exigência de governança e transparência: o Estado deve oferecer *previsibilidade* aos demais investidores (acionistas ou cotistas), tornando públicos os seus objetivos e atendo-se aos mesmos nas suas decisões como investidor institucional¹⁶⁸.

Importa, outrossim, mencionar os casos em que determinados atos representam, para alguns entes públicos, uma *aplicação financeira*, mas, para outros, traduz-se em *ato regulatório*. É o caso da aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, como são a LFT (Letra Financeira do Tesouro) e a NTN-B (Nota do Tesouro Nacional – Série B), dentre outros¹⁶⁹: quando, por exemplo, os fundos previdenciários de servidores públicos os adquirem, para manutenção em carteira própria ou por intermédio de fundos de investimentos, fazem-no por se tratar de investimento com o mais baixo risco de crédito disponível no mercado interno (o chamado *risco soberano*) e porque, conforme a conjuntura macroeconômica, apresentarão rentabilidade atraente. Costumam ser, portanto, boas oportunidades de investimento – ou seja, de *investimento-rendimento*.

Contudo, o panorama é completamente diferente no caso de compra de títulos públicos federais pelo Banco Central do Brasil (Bacen), operação efetuada no bojo do que se denomina *open market*, um dos instrumentos de *controle monetário*, que funciona da seguinte maneira:

“[...] Vimos que o Bacen carrega em seu ativo um estoque de títulos públicos. Quando o banco tem o objetivo de contrair a Base Monetária, vende parcela dos títulos públicos de sua carteira retirando moeda de circulação. Se o objetivo for a expansão monetária, o Bacen compra títulos no mercado, ampliando sua carteira e monetizando a economia.”¹⁷⁰

¹⁶⁷ É verdade que, relativamente aos fundos soberanos, o seu desenvolvimento ocasionou intenso debate sobre seus eventuais objetivos *geopolíticos* de intervenção indireta dos Estados investidores nas economias de outros países. A questão é intimamente relacionada com a (*falta de*) *transparência* dos investimentos dos fundos soberanos. Sobre o tema, v. TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 129 e seguintes. Tochar-se-á no tema novamente no Capítulo 5, quando da exposição da governança e da transparência como *standards* para os investimentos financeiros estatais.

¹⁶⁸ V. *infra*, Capítulo 5.

¹⁶⁹ V. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 119 e seguintes.

¹⁷⁰ LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval (org.). **Manual de Macroeconomia: Nível Básico e Nível Intermediário**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 78-79.

Logo, a compra e venda de títulos públicos federais pelo Bacen não têm qualquer relação com a sua *rentabilidade*, ainda que, mediatamente, possam oferecer resultados financeiros favoráveis, seja pela percepção dos rendimentos (juros) dos títulos, seja por sua valorização no mercado. A finalidade das operações, no caso, é eminentemente *regulatória*, porquanto vocacionada para a consecução da política monetária do país: *não há relevância na avaliação de risco e retorno*, pois o Bacen comprará e venderá os títulos independentemente de tais considerações, concentrando sua análise no controle da quantidade de moeda em circulação na economia e, portanto, no controle da inflação. Seria, pois, no máximo um “*investimento-regulação*”, por conta da externalidade financeira do rendimento, e não se inclui no objeto de estudo desta tese.

Registre-se, por fim, que há operações com títulos que nada tem de investimento ou de regulação econômica, constituindo meras operações de gerenciamento de passivo. É o caso, por exemplo, dos leilões de recompra, troca ou vencimento antecipado de títulos públicos realizados pelo Tesouro Nacional, o próprio emissor: seu objetivo diz com as estratégias de financiamento da dívida pública, modificação de sua composição (com alongamentos, encurtamentos, adequação do seu perfil – prefixado ou pós-fixado – à política monetária etc.) e, até mesmo por conta da *confusão* entre credor e devedor, não configuram aplicação financeira¹⁷¹.

2.4 Haverá uma função regulatória do investimento financeiro estatal?

Por outro lado, mesmo nas hipóteses em que os investimentos não sejam dirigidos à regulação do mercado, é possível reconhecer algo que, ainda que não seja propriamente uma categoria intermediária entre o *investimento-rendimento* e o *investimento-fomento*, representa, de alguma forma, uma posição média. Ainda que seja evidente o propósito de rentabilidade de um investimento financeiro do ente público, admite-se que apresente um objetivo interventivo *acidental* (não como fruto do acaso, mas como finalidade acessória ou complementar): trata-se do que se pode chamar de *função regulatória do investimento financeiro estatal*.

¹⁷¹ Sobre o tema, v. MORAIS, José Franco Medeiros de; CARVALHO, Lena Oliveira de. Mercado Primário da Dívida Pública Federal. In SILVA, Anderson caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

A chamada *função regulatória* já vem sendo atribuída pela doutrina brasileira às *licitações*. Credita-se a formulação pioneira da tese a MARCOS JURUENA VILLELA SOUTO, que a exprimiu, dentre outras passagens, nestes termos:

“Como o objetivo do procedimento [*licitatório*] é selecionar propostas num mercado livre, o princípio da realidade, com vistas à eficiência, autoriza vedação da participação de empresas que dominem o mercado. Alternativamente, por força do princípio da proporcionalidade, pode-se admitir a participação com perda de pontos para quem já tenha participação no mercado. No primeiro caso, busca-se romper a dominação já existente; no segundo, prevenir ou dificultar a concentração que possa ocorrer.”¹⁷²

Nos exemplos narrados pelo autor, tratou-se do uso da licitação não apenas com o propósito de escolha da proposta mais vantajosa para a Administração Pública – objetivo *imediato* –, como também para a repressão *mediata* ao abuso do poder econômico. A ideia inspirou vários outros administrativistas, que estenderam a lógica para outras áreas em que se faz necessária a atuação da Administração Pública, como, *verbi gratia*, para a proteção do meio ambiente e para a sustentabilidade, por exemplo, com a consagração das denominadas *licitações verdes*, ou mesmo a promoção de outros fins constitucionalmente consagrados pela Constituição Federal, como é o caso do tratamento privilegiado das microempresas e empresas de pequeno porte, hipóteses que vieram a receber o devido amparo legal¹⁷³.

Como se nota, a tal função regulatória se traduz, na verdade, em uma espécie de fomento¹⁷⁴. LUCIANO FERRAZ, por exemplo, admitiu, textualmente, o uso da licitação “como forma de regulação diretiva ou indutiva da economia, seja para coibir práticas que limitem a competitividade, seja para induzir práticas que produzam efeitos sociais desejáveis”¹⁷⁵.

¹⁷² SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo Contratual**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004, p. 173.

¹⁷³ Como se sabe, a Lei Federal nº 12.462, de 4 de agosto de 2011, que instituiu o Regime Diferenciado de Contratações – RDC, admitiu, no seu art. 14, parágrafo único, II, a exigência de requisitos de sustentabilidade ambiental, na forma da legislação aplicável, para as licitações regidas por aquele diploma. Por seu turno, o art. 44 e parágrafos da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, previram a cláusula de empate ficto nas licitações em favor das microempresas e empresas de pequeno porte, assegurando-lhes a preferência na contratação quando suas propostas forem iguais ou até 10% (dez por cento) superiores à proposta mais bem classificada.

¹⁷⁴ Reconhecendo o fomento como técnica de regulação (sem, no entanto, confundir-se com a regulação em si), MENDONÇA, José Vicente Santos de. Uma teoria do fomento público: critérios em prol de um fomento público democrático, eficiente e não-paternalista. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 65, p. 115-176, 2010, p. 130-131. Em semelhante sentido, v. SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo Regulatório**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002, p. 99.

¹⁷⁵ FERRAZ, Luciano. Função regulatória da licitação. **A & C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional**, Belo Horizonte, n. 37, ano 9, p. 133-142, jul./set. 2009, p. 133. V. também OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Método, 2013, p. 348-349.

Pois bem. Já se assinalou anteriormente que o Estado, assim como é destinatário final de bens e serviços oferecidos por particulares (contratados mediante prévia licitação, ressalvadas as hipóteses legais de dispensa e inexigibilidade), também é um usuário de produtos financeiros, quando, por exemplo, efetua aplicações em fundos de renda fixa administrados por instituições financeiras. Nessa linha de raciocínio, se a seleção de fornecedores de bens e serviços pode exibir função regulatória e, além da busca da proposta mais vantajosa, incluir a escolha da proposta mais adequada aos fins públicos positivados na Constituição Federal e na lei, é mais do que evidente que o mesmo raciocínio se estende aos investimentos financeiros dos entes públicos.

E nem poderia ser de outra forma. Afinal, o mesmo Estado que, por força das normas constitucionais e legais, pauta sua atuação de acordo com determinados objetivos, vinculados, por sua vez, à satisfação das necessidades sociais, não pode contratar com o particular cuja atividade é conflitante com esses objetivos – não se poderia admitir que a Administração Pública contratasse com empresa em que houvesse práticas discriminatórias a empregados por motivo de credo, cor de pele, gênero, identidade sexual ou idade, por exemplo.

Ora, *ubi eadem ratio, ibi eadem jus* (onde está a mesma razão, está o mesmo direito). Seria inadmissível, porquanto contraditório, que fossem aplicados recursos públicos para investimentos que financiassem atividades econômicas altamente poluentes ou exercidas mediante práticas de mercado antiéticas ou mesmo ilícitas, condutas que ao Estado incumbe coibir ou, quando menos, desestimular.

Não por acaso, são vários os *fundos soberanos* que adotam o que se chama de *política de investimento responsável*, composta de estratégias de investimentos que levam em consideração fatores ambientais, sociais e de governança (normalmente referidos pela sigla *ESG – Environmental, Social and Governance*) e, no caso de investimento direto em ações de alguma companhia, adotam o exercício ativo dos direitos de acionista (*active ownership*), de modo a assegurar a observância dessas estratégias. É o caso do *Government Pension Fund – Global (GPF)*, da Noruega¹⁷⁶ e do *Canada Pension Plan*¹⁷⁷, dentre outros. Vários deles, aliás, são aderentes aos Princípios de Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment*) promovidos pela Organização das Nações Unidas (ONU)¹⁷⁸, que demandam

¹⁷⁶ V. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Policy – Responsible Investor**, 2013. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Policy%20RI.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2013.

¹⁷⁷ Cf. <http://www.cppib.com/en/how-we-invest/responsible-invest-approach.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

¹⁷⁸ Cf. <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>. Acesso em: 12 ago. 2013.

explicitamente a inserção dos temas de ESG na análise de investimentos e nos processos decisórios¹⁷⁹.

Considerando-se, então, os altos valores normalmente envolvidos nos investimentos financeiros dos entes públicos, é possível ao Estado, para além da persecução dos rendimentos próprios das aplicações financeiras, efetivamente exercer uma paralela função regulatória dos mercados financeiro e de capitais, criando estímulos ou desestímulos para determinados segmentos da economia que buscam o financiamento público. Ainda que não seja o investimento imediatamente dirigido ao fomento, é certo que a Administração Pública que investe é, ao fim e ao cabo, a mesma que, por outros mecanismos, intervém na economia – não pode, em favor de rentabilidades mais atraentes, apresentar uma “dupla personalidade”, que ignore seus fins juridicamente consagrados.

De todo modo, é firme a convicção, manifestada em inúmeros documentos elaborados por fundos soberanos relativamente aos princípios de investimento responsável, de que a observância das questões de ESG tende a aumentar o valor econômico aos investimentos¹⁸⁰. A conclusão, a rigor, não é estranha: foi, inclusive, a ideia que presidiu a implantação, pela BM&FBOVESPA S.A.– Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, do chamado *Novo Mercado*, segmento de listagem de companhias voluntariamente aderentes a melhores práticas de governança corporativa: entende-se que, ampliando-se o grau de segurança oferecido aos acionistas, mais investidores seriam atraídos, resultando na menor volatilidade das ações e em retornos acima da média de mercado¹⁸¹. Com as devidas adaptações, cuida-se apenas se identificar, nos investimentos financeiros estatais, a adoção de uma prática que já vem sendo reconhecida pelo próprio mercado como eticamente recomendável e economicamente eficiente.

2.5 Conclusão parcial

Este Capítulo buscou cumprir o propósito de, com o manejo de conceitos das Ciências do Direito e da Economia, demonstrar que existem fundamentos jurídicos – constitucionais e infraconstitucionais – para concepção do Estado como um *investidor institucional*. As

¹⁷⁹ V. *infra*, Capítulos 3 e 4.

¹⁸⁰ V. acima, por exemplo, nas notas de rodapé referentes à adoção dos princípios de investimento responsável do GPF e do CPP.

¹⁸¹ Nesse sentido, v. EIZIRIK, Nelson et al.. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2.ed. rev. e atual.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 229-230. O regulamento de listagem no Novo Mercado está Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

crecentes demandas sociais em face do Estado e o reconhecimento da Constituição não apenas como um compromisso atual, mas também *intergeracional*, colocam o elemento temporal no eixo central de preocupações quanto à responsabilidade fiscal, passando a exigir da Administração Pública o manejo de instrumental novo, que permita a ampliação da sua arrecadação de receitas e o seu casamento com as despesas no curto, no médio e no longo prazos.

No entanto, o aumento de arrecadação, se confinado à esfera tributária, concentra demasiadamente os riscos e gera desgastes políticos e de imagem. É relevante, pois, que o Estado adote mecanismos de *tax-smoothing* e *expenditure-smoothing* (suavização da tributação e dos gastos, respectivamente), para o que os investimentos financeiros constituem alternativa importantíssima. Afinal, os investimentos bem geridos permitem a maximização de receitas sem tanta dependência da tributação e, ao mesmo tempo, formam reservas para o custeio de obrigações futuras, além de forçar a poupança pública e, assim, funcionar como mecanismo *eficiente* de responsabilidade fiscal.

Até aqui, a análise foi eminentemente dogmática e seguiu, como prometido na Introdução, o método lógico-dedutivo. Atende-se, em parte, à exigência de juridicidade administrativa, isto é, de vinculação da Administração Pública ao Direito e, em particular, à Constituição¹⁸², tarefa que será retomada no Capítulo 5, quando do enfrentamento da questão atinente à existência (ou não) de uma reserva de lei para a disciplina da matéria.

Os Capítulos 3 e 4, adiante, adotam metodologia de pesquisa diversa: são indutivos, partindo das experiências concretas para a formulação de apontamentos teóricos mais genéricos. A fórmula, reprodução simplificada daquela própria da pesquisa nas demais Ciências Sociais (aplicadas ou não), tem a sua razão de ser: não há sentido em, a esta altura, *inventar a roda*, quando há bons exemplos instituídos em universos bastante desenvolvidos, com os quais muito há que se apreender. Era necessário, no entanto, que uma base teórica fosse previamente estabelecida, sob pena de tornar a investigação empírica inútil.

¹⁸² Sobre a *juridicidade administrativa*, como sucedâneo da mera *legalidade administrativa*, v., por todos, BINENBOJM, Gustavo. **Uma Teoria do Direito Administrativo: Direitos Fundamentais, Democracia e Constitucionalização**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 125 e seguintes.

3 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

3.1 O corte metodológico

A formulação de parâmetros para a disciplina de investimentos financeiros dos recursos públicos pode e deve inspirar-se nas experiências existentes e, em boa medida, bem sucedidas. Com efeito, já existem vários exemplos internacionais de aplicações financeiras realizadas por entes da Administração Pública que se submetem a elevados padrões éticos e prudenciais, seja em virtude de diretrizes internacionais, de normas do direito interno dos respectivos países ou mesmo por deliberação própria.

Pretende-se, então, colacionar casos de experiências internacionais variadas, destacando-se as suas principais características para, ao final, apontarem-se os elementos comuns a todos ou à maioria deles que possam servir como boas referências para uma disciplina adequada à realidade brasileira. Para tanto, é necessário eleger os *cases* relevantes, o que se fez mediante a adoção, em primeiro lugar, de um critério geral: os exemplos adiante referidos são *fundos de riqueza soberana* ou simplesmente *fundos soberanos*.

A opção pelos fundos soberanos é justificável. Ainda que se trate de um grupo bastante heterogêneo do ponto de vista estrutural e que suas finalidades sejam variadas, são órgãos ou entidades que possuem em comum a condição de *investidores institucionais*, ou seja, de entes obrigados a realizar investimentos financeiros, por força de lei ou outros atos normativos. Considere-se, ademais, que possuem ativos de grande monta, razão pela qual seus investimentos exercerão sempre um forte impacto nos mercados em que se inserirem, potencializando-se uma *função regulatória*.

Precisamente por isso, aliás, foram formulados os *Princípios e Práticas Geralmente Aceitos para os Fundos Soberanos – os Princípios de Santiago* –, cujos principais objetivos são, em síntese, manter a estabilidade dos sistemas financeiros e o livre fluxo de capitais, bem assim o controle dos riscos financeiros e da relação risco-retorno, mediante o estabelecimento de sólidas estruturas de governança e de mecanismos de transparência¹⁸³. Tal normativa,

¹⁸³ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

ainda que no campo do *soft law*, serve como parâmetro mais do que adequado à proposta desta tese, ao identificar algum grau de uniformidade no meio de tantas distinções¹⁸⁴.

Demais disso, alguns desses fundos soberanos são também fundos de reserva para custeio futuro de benefícios previdenciários, o que torna o seu estudo ainda mais interessante ao propósito da tese, por alguns motivos. Em primeiro lugar, porque também existe *soft law* internacional dirigida aos fundos de seguridade social, a saber, as diretrizes de melhores práticas em investimentos emitidas pela *International Social Security Association (ISSA)*¹⁸⁵. Há também relevantes diretrizes de investimentos e de governança da *Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômicos – OCDE*, aplicáveis aos fundos de pensão, que decerto se prestarão como excelente fonte de inspiração¹⁸⁶.

Em segundo lugar, porque o universo dos fundos previdenciários é particularmente importante para o exame dos investimentos dos entes públicos (é indiscutível a inclinação deste estudo para a sua análise), na medida em que, como já anteriormente afirmado, se destinam a assegurar a disponibilidade futura de recursos para o custeio de despesas permanentes com a mínima oneração possível dos Tesouros – com isso, previnem-se os governos contra a necessidade de cortar gastos de consecução de políticas públicas de relevo em virtude da necessidade de pagamento de aposentadorias, pensões e outros benefícios e, paralelamente, contra um eventual choque intergeracional. Logo, todos os fundos de reserva para custeio da seguridade social contribuirão, em maior ou menor medida, para o equilíbrio fiscal dos Estados.

Por fim, em terceiro lugar, porque os fundos previdenciários – ao menos, aqueles financeira e atuarialmente saudáveis – se estruturam, em regra, com horizontes de

¹⁸⁴ Aqui se faz necessária uma ressalva: a chamada *função regulatória*, na medida em que importa uma ação mitigada e mediata de intervenção estatal na economia, pressupõe uma relação verticalizada entre Administração Pública e administrado – numa expressão sintética, algum grau, por menor que seja, de *poder de império*. No caso dos investimentos internacionais dos fundos soberanos, é evidente que tal circunstância não se verifica; contudo, a potencial interferência geopolítica na economia de outros Estados – que gerou a preocupação da comunidade internacional e culminou na elaboração dos *Princípios de Santiago* – pode ser comparada à função regulatória dos investimentos financeiros estatais efetuados no mercado interno, uma vez que, em ambas as hipóteses, impenderá tratar de seus reflexos para fins de governança e transparência na gestão dos fundos.

¹⁸⁵ INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Seguridade Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

¹⁸⁶ ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **2010 Survey of Investment Regulation of Pension Funds**. Paris: OECD, 2001. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/48094890.pdf>. Acesso em: 03 jan. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management**. Paris: OECD, 2006. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

investimento de longo prazo, o que aumenta a sua disposição para a assunção de maiores riscos e permitem a análise de padrões menos conservadores de normas limitadoras dos investimentos de alto risco, como a renda variável e os derivativos, bem como os limites de alavancagem¹⁸⁷.

De modo a tornar a pesquisa relativamente abrangente, foram escolhidos, para fins de comparação, fundos soberanos de vários países. Selecionaram-se, para a pesquisa, os seguintes fundos soberanos:

- Noruega: *Government Pension Fund – Global* (GPFG) e *Government Pension Fund – Norway* (GPFN)
- França: *Fonds de Réserve pour Les Retraites* (FRR)
- Irlanda: *National Pensions Reserve Fund* (NPRF)
- Japão: *Government Pension Investment Fund* (GPIF)
- China: *China Investment Corporation* (CIC)
- Emirados Árabes: *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA)
- Estados Unidos: *Alaska Permanent Fund Corporation* (APFC)
- Canadá: *Canada Pension Plan* (CPP)
- Chile: *Fondo de Estabilización Económica y Social* (FEES) e *Fondo de Reserva de Pensiones* (FRP)

A seleção não é aleatória: cada um desses fundos apresenta particularidades que permitirão a formação de um quadro comparativo interessante. Três dos países escolhidos têm fundos constituídos por recursos advindos da exploração de *commodities*: é o caso da Noruega, de Abu Dhabi (petróleo) e do Chile (cobre). Por outro lado, suas características específicas compõem um painel variado: a Noruega é referência mundial em padrões de governança e investimento responsável de seus fundos; o ADIA, de Abu Dhabi, importa para os fins desta pesquisa por consistir numa tentativa de inserção de um fundo de um país não democrático no catálogo de melhores práticas dos fundos soberanos; os fundos chilenos, por sua vez, têm especial relevo por seu sucesso institucional e por ser o Chile uma das mais fortes economias da América Latina – a proximidade geográfica do Brasil convida à análise.

Quando se trata de economia internacional, dois países jamais podem ser excluídos de qualquer análise: os EUA e a China. Neste estudo, a escolha do norte-americano *Alaska Permanent Fund Corporation* se deve, principalmente, ao fato de que, para além de ser um *fundo soberano* cujas receitas derivam da exploração de *commodity*, é um fundo público

¹⁸⁷ V. *infra*, Capítulo 5. Sobre o conceito de alavancagem, v. *supra*, Capítulo 2.

estadual com grau de governança amplamente reconhecido e cujos investimentos são consideráveis – eventualmente, um paradigma para casos brasileiros. No caso da China – onde os números são sempre superlativos – também é merecedora de atenção a circunstância de a CIC ser aderente aos *Princípios de Santiago*, mesmo sendo um outro exemplo de país não democrático. Do ponto de vista estrutural, a opção por uma estrutura societária e não de um fundo público é igualmente um motivo para a menção de ambos.

Os perfis diferenciados de investimentos também pesaram na escolha de alguns desses fundos soberanos – em especial, a CPPIB, do Canadá, com a sua estratégia de *Total Portfolio Approach*, e o GPIF japonês, cuja tolerância ao risco é relativamente baixa em razão da altíssima expectativa de vida e da reduzida taxa de natalidade do país, o que, de certa forma, pode explicar o menor grau de independência do fundo em relação ao governo central. A considerável interferência política também é o principal motivo de inclusão do NPRF, da Irlanda, neste levantamento, ao passo que o FRR francês interessa pela semelhança dos seus mecanismos institucionais de controle externo com aqueles identificáveis na realidade brasileira. Ainda quanto a aspectos políticos, a prefalada CPPIB tem a sua administração superior composta com a estrita observância de um princípio federativo, que reconhece a autonomia das províncias canadenses, e também por isso merece a abordagem.

Como se percebe, trata-se de um capítulo eminentemente descritivo. Em sede de conclusões parciais, serão assinaladas as características comuns e as diferenças entre as estruturas analisadas, mapeando-se, de modo relativamente abrangente, a disciplina internacional dos investimentos financeiros governamentais. A metodologia será repetida no capítulo seguinte, no qual serão analisadas estruturas públicas nacionais vocacionadas para os investimentos financeiros, incorporando-se conclusões parciais atingidas nesta parte do estudo.

3.2 A experiência internacional

3.2.1 Noruega

O exemplo norueguês é geralmente apontado como aquele a ser seguido na estruturação e no funcionamento de fundos soberanos instituídos por Estados democráticos. O *Government Pension Fund*, instituído em 2006, compõe-se, na verdade, da integração de dois fundos, quais sejam, o *Government Pension Fund – Global* (GPFG) – existente desde 1990 sob o nome de *Petroleum Fund* –, orientado à realização de investimentos no exterior, e

o *Government Pension Fund – Norway* (GPFN) – criado em 1967 sob a denominação de *Folketrygdfondet*¹⁸⁸ –, dirigido aos investimentos no mercado interno¹⁸⁹ e em outros países escandinavos.

3.2.1.1 O *Government Pension Fund – Global* (GPFG)

Em dezembro de 2006, o GPFG reunia ativos representantes de 83% do PIB norueguês, projetando-se o montante de 800 (oitocentos) a 900 (novecentos) bilhões de dólares norte-americanos em ativos no ano de 2017¹⁹⁰. Seus recursos provêm das receitas advindas da exploração estatal de petróleo, das transações financeiras líquidas relacionadas com as atividades petrolíferas e dos rendimentos obtidos mediante investimentos financeiros desses recursos¹⁹¹. O objetivo do fundo norueguês é primordialmente identificado com a *estabilização macroeconômica (monetária e fiscal) de modo a evitar o superaquecimento da economia do país e, ainda, blindá-la contra os efeitos da flutuação dos preços internacionais do petróleo*¹⁹². Por essa razão, o GPFG é totalmente integrado ao orçamento do Estado norueguês¹⁹³.

¹⁸⁸ Atualmente, a *Folketrygdfondet* administra não apenas o GPFN, como também o *Government Bond Fund*, destinado a incrementar a liquidez do mercado interno de títulos públicos na Noruega (v. <http://folketrygdfondet.no/en/c-306-The-Government-Bond-Fund.aspx#UdrQKzs4swE>. Acesso em: 08 jul. 2013).

¹⁸⁹ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 41.

¹⁹⁰ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 7. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

¹⁹¹ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 41.

¹⁹² Segundo Rozanov (ROZANOV, Andrew. *Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities*. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 285. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013.), o GPFG também teria como objetivo a *formação de reservas para o custeio de benefícios previdenciários*. No entanto, consta expressamente do sítio eletrônico do *Norges Bank Investment Management*, o segmento de investimentos do banco central norueguês (<http://www.nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global>. Acesso em: 07 jun. 2013.) que “*apesar de sua denominação, o fundo [GPFG] não possui obrigações previdenciárias formais. Nenhuma decisão política foi tomada a respeito de quando o fundo poderá ser utilizado para a cobertura de futuros custos previdenciários*” (tradução livre do inglês: “[D]espite its name, the fund has no formal pension liabilities. No political decision has been made as to when the fund may be used to cover future pension costs.”).

¹⁹³ TÓRRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 163; INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago**

Do ponto de vista da *governança*, o GPFNG é administrado por estrutura e processos bastante desenvolvidos. Por ato do Parlamento (*Stortinget*) de 2005, a administração superior incumbe ao Ministério das Finanças, a quem compete formular a estratégia de investimentos, com a definição dos limites de exposição a risco e os indicadores de desempenho (*benchmarks*). A gestão do fundo cabe ao braço de investimentos do banco central norueguês (*Norges Bank Investment Management – NBIM*), que gerencia diretamente 80% (oitenta por cento) dos ativos, delegando o restante a gestores externos¹⁹⁴. Nos casos de participação acionária, cabe ao NBIM exercer os direitos de acionista¹⁹⁵.

O órgão máximo do NBIM é a sua Diretoria Executiva (*Executive Board*) – composta por sete membros escolhidos conjuntamente pelo rei da Noruega e pelo Conselho de Estado¹⁹⁶ –, que, observadas as normas baixadas pelo Ministério das Finanças, estabelece os princípios, políticas e diretrizes para a eficiência nas operações e para seu controle e supervisão. Define, ainda, o *mandato*¹⁹⁷ do *Chief Executive Officer (CEO)*, algo como o Diretor-Presidente) e as suas atribuições, ampliando o rol de exigências já impostas pelo Ministério das Finanças¹⁹⁸. São diretamente vinculados ao CEO os *Comitês* do NBIM, de caráter consultivo¹⁹⁹, e as áreas de controle e assessoramento de risco e *compliance*²⁰⁰. A implementação dos processos de

Principles. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 41.

¹⁹⁴ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 21. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

¹⁹⁵ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 41.

¹⁹⁶ O Presidente e o Vice-Presidente do *Norges Bank* chefiam a Diretoria Executiva (cf. <http://www.nbim.no/en/About-us/governance-model/Executive-Board/>). Acesso em: 08 jul. 2013).

¹⁹⁷ Para os fins deste trabalho, compreenda-se a expressão *mandato* com significado bem assemelhado à figura contratual própria do Direito Civil (v. art. 653 do Código Civil), em que se concedem (ou delegam) poderes para a prática de atos ou a administração de interesses, ante a ausência de cognato específico para a expressão inglesa *mandate*, habitualmente utilizada no jargão financeiro. Cuida-se aqui da ideia da transferência de poderes para o exercício autônomo – mas sempre sujeito a limites previamente estabelecidos – de competências, com o propósito de que sejam alcançados objetivos predeterminados. No caso, o *mandato* diz respeito à delegação de atribuições próprias da gestão de investimentos, dentro de limites prudenciais de exposição a risco e sob outras normas de governança, com vistas à obtenção de retorno financeiro.

¹⁹⁸ De acordo com a página eletrônica do NBIM na *Internet* (<http://www.nbim.no/en/About-us/governance-model/Executive-Board/>), a sua Diretoria Executiva instituiu, em 2009, o Comitê de Compensação, um subcomitê preparatório especificamente criado para propor recomendações concernentes à remuneração dos executivos e, em especial, no pagamento de bônus atrelados ao desempenho, com a fixação de limites anuais, decerto em virtude da grave crise econômica mundial iniciada em 2008, durante a qual gerou intenso debate a questão do pagamento de bônus elevadíssimos a executivos de instituições financeiras levadas ao colapso ou, pelo menos, severamente prejudicadas.

¹⁹⁹ Alguns dos Comitês do NBIM: Comitê de Risco de Investimentos, Comitê de Imóveis, Comitê de Avaliação de Ativos etc.

²⁰⁰ O vocábulo *compliance*, do inglês, significa, em livre tradução, *conformidade*. No jargão do mercado financeiro, é “[...] um sistema de acompanhamento e controle do cumprimento das normas que cercam uma

investimento e avaliação, por sua vez, cabe ao *Grupo Líder (Leader Group)*, composto pelo *CEO* e seu substituto imediato (*Deputy CEO*), pelos *Chief Investment Officers* (algo como Diretores de Investimentos) para ações e imóveis, pelo *Chief Operating Officer* (espécie de Diretor de Operações ou Diretor Administrativo) e pelo *Chief Risk Officer* (Diretor de Gerenciamento de Risco e *Compliance*)²⁰¹.

A disciplina dos *investimentos* do GPFPG é orientada por um indicador de desempenho geral implícito. Por lei, o GPFPG está autorizado a transferir para o governo, no máximo, 4% (quatro por cento) de seu capital anualmente, o que equivale, na prática, à taxa de retorno real (isto é, livre de inflação) esperada da carteira de investimentos de longo prazo como um todo. Simetricamente, a política fiscal norueguesa se baseia em diretriz segundo a qual o déficit orçamentário (desconsideradas as receitas relacionadas com petróleo) deve corresponder ao retorno real do GPFPG; por essa razão, a dotação orçamentária de receita líquida do Fundo corresponde à totalidade do superávit fiscal²⁰².

O *portfolio* de investimentos do GPFPG, publicado anualmente, consiste em 60% (sessenta por cento) de aplicações em renda variável (ações), de 35 a 40% (trinta e cinco a quarenta por cento) em renda fixa (títulos públicos e privados) e até 5% (cinco por cento) em imóveis. Todo o investimento é feito no exterior, primordialmente na Europa e na América do Norte, mas também em mercados desenvolvidos na Ásia e na Oceania e, ainda, com crescente entrada nos mercados emergentes – o GPFPG não investe no mercado interno da

instituição, sejam elas internas ou externas, formais ou informais, prevenindo e controlando os riscos [...]. Através das atividades de *compliance*, qualquer possível desvio em relação à política de investimento dos produtos é identificado e evitado. [...]" (LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 242). V. também ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 297).

Portanto, *compliance* é o termo utilizado para nomear a criação de órgãos internos e estabelecer um conjunto de ferramentas destinados ao acompanhamento permanente dos processos internos, com o objetivo de evitar, detectar e corrigir desvios, práticas ineficientes ou incompatíveis com as normas vigentes. Como se percebe, é um conceito muito mais amplo do que o simples controle ou fiscalização internos: envolve atividade preventiva, com o desenho de *trilhas* a serem percorridas pelos diversos agentes na realização dos processos internos, com vistas a evitar as falhas. Não se confunde com a *auditoria*.

²⁰¹ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Governance Model**, 2010, p. 5. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/NBIM%20Governance%20Model.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2013. V. também <http://www.nbim.no/en/About-us/nbim-organisation/organisation-chart/>. Acesso em: 10 jun. 2013.

²⁰² NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Government Pension Fund – Global: Fiscal policy tool. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global>. Acesso em: 07 jun. 2013; INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 41; ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 288. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013; YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 7; 21. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

Noruega²⁰³. A formação dessa carteira de investimentos se pauta numa estratégia, conforme descrita pelo próprio *NBIM*, de adoção de uma visão de longo prazo, aproveitando-se do considerável porte do fundo para gerar alto retorno e salvaguardar a riqueza do país para as gerações futuras²⁰⁴.

Na busca pelo mais elevado retorno financeiro possível, o GPF se expõe a risco que o *NBIM* classifica como “moderado”. O investimento em renda variável utiliza a chamada *estratégia ativa*, compondo-se uma carteira de ações na qual se procura superar um índice (*benchmark*) determinado pelo Ministério das Finanças da Noruega – atualmente, é o *FTSE Global All Cap Index*. O GPF também procura identificar boas oportunidades de investimentos em setores econômicos específicos e, ainda, em empresas com alto potencial de retorno. Os investimentos de maior risco são normalmente confiados a gestores externos com maior conhecimento de mercados específicos, como os mercados emergentes ou segmentos bem definidos de mercados mais desenvolvidos²⁰⁵. Não são utilizados instrumentos alternativos, como derivativos e fundos de *hedge*²⁰⁶⁻²⁰⁷.

O investimento em renda fixa divide-se em títulos públicos, que compõem 70% (setenta por cento) da carteira, e títulos privados – debêntures e certificados bancários, por

²⁰³ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Government Pension Fund – Global: Investment strategy. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/Investments>. Acesso em: 07 jun. 2013; YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 20. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁰⁴ “*The Government Pension Fund Global seeks to take advantage of its long-term outlook and considerable size to generate high returns and safeguard Norway’s wealth for future generations*”. In NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Government Pension Fund – Global: Investment strategy. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/Investments>. Acesso em: 07 jun. 2013.

²⁰⁵ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Investments: equity management. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/Investments/equity-management/>. Acesso em: 07 jun. 2013. Sobre o *FTSE Global All Cap Index*, v. <http://www.ftse.com/Indices/index.jsp> (Acesso em: 07 jun. 2013).

²⁰⁶ TÔRRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 176.

²⁰⁷ SIGIFRIED KÜMPEL define as operações de *hedging* como “Limitação do risco resultante de um negócio celebrado ou a ser celebrado (negócio básico). Celebra-se para tal fim por um determinado período de tempo uma operação oposta de salvaguarda (operação de *hedging*), visando a compensação recíproca de perdas e ganhos em ambas as operações, que possam resultar de variações dos preços. Aqui se contrapõe ao negócio básico, no qual existe um risco de redução do valor (1) na compra de ações, por causa das cotações em queda (2) na compra de valores mobiliários a juros fixos, por causa da elevação do juro de mercado, uma operação de *hedging*, que oferece uma correspondente oportunidade de aumento de valor.” (KÜMPEL, Sigfried. **Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, Glossário.)

Os fundos de *hedge* se inserem na categoria dos *fundos multimercados*, isto é, são autorizados pelos respectivos regulamentos a investir nos segmentos de renda fixa, renda variável, câmbio, *commodities* etc., e se caracterizam pelo alto risco, uma vez que podem sofrer *alavancagem*. V. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 81.

exemplo –, que compõem os 30% (trinta por cento) restantes²⁰⁸. No segmento imobiliário, por fim, o investimento ainda é incipiente e tem sido concentrado em mercados mais desenvolvidos²⁰⁹. Os limites de exposição a risco em cada um desses segmentos são determinados conforme as políticas específicas para os riscos operacional, de crédito e de mercado, definidas pelo próprio NBIM. Há, no entanto, limites estabelecidos pelo próprio governo: por exemplo, o Ministério das Finanças da Noruega fixou o teto de 5% (cinco por cento) do capital para o investimento em ações de uma única companhia²¹⁰.

Sua atual política de investimentos, vigente desde 2011 e atualizada em janeiro de 2013, prestigia o que denomina *investimento responsável*, que leva em consideração uma ampla gama de fatores para a tomada de decisões de investimento e para a análise de risco – incluindo os fatores *ESG*, ou seja, questões ambientais, sociais e de governança²¹¹ –, que impactarão nas suas relações com empresas, entidades reguladoras de mercado e os demais interessados²¹². Particularmente voltada para o investimento no mercado acionário, a política do investimento responsável busca, como nos investimentos em geral, a gestão de risco dos ativos e a agregação de valor para os acionistas, mas parte da premissa de que, no horizonte de longo prazo, tal valorização depende da observância desses aspectos.

Para tanto, o NBIM se vale do exercício ativo dos direitos de acionista (*active ownership*), muito embora não haja, em princípio, interesse no controle acionário de qualquer companhia. Como acionista minoritário, porém ativo, o NBIM se compromete, em favor do GPF, a atuar para a garantia de igualdade de tratamento entre acionistas controladores e minoritários e o bom funcionamento dos mercados, dentro dos parâmetros de *governança*

²⁰⁸ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Investments: Fixed-income management. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/Investments/fixed-income-management/>. Acesso em: 07 jun. 2013.

²⁰⁹ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. Investments: Real estate management. Disponível em: <http://www.nbim.no/en/Investments/real-estate-management/>. Acesso em: 07 jun. 2013.

²¹⁰ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 19. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²¹¹ A consideração dos fatores ambientais, sociais e de governança (também conhecidos pela sigla *ESG* – *Environmental, Social and Governance*) adotados nos investimentos dos recursos do GPF tem sido louvada pela doutrina internacional como um modelo de diretriz ética a ser adotada pelos investidores globais, públicos ou privados (v., por exemplo, HALVORSEN, Anita. Using the Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines as a Model for Investors. Using the Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines as a Model for Investors. **University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series**, Oslo, v. 8, mar. 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1774748>. Acesso em: 30 dez. 2012; SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014).

²¹² NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Policy – Responsible Investor**, 2013. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Policy%20RI.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2013.

corporativa aceitos pela OCDE e outros organismos internacionais, inclusive quanto à transparência e a divulgação de informações ao público, quando benéficas aos acionistas. Suas atenções também estão dirigidas à questão das *mudanças climáticas* – em especial, no manejo sustentável dos recursos hídricos do planeta – e na proteção dos *direitos humanos*, sobretudo na defesa dos direitos das crianças e no apoio a políticas favoráveis à diversidade e contrárias à discriminação quanto ao gênero, à religião, à orientação sexual etc.. Como regra geral, deve pautar-se pela *previsibilidade* e pela *transparência*.

No que diz respeito, por sua vez, aos *instrumentos de controle e supervisão*, o GPFN conta com mecanismos internos razoavelmente sofisticados de gestão de risco e *compliance*. O gerenciamento de risco é realizado por um setor próprio, liderado pelo *Chief Risk Officer*, conforme as políticas definidas para o tema, que exigem a constante reavaliação dos riscos e a apresentação de relatórios periódicos à *Executive Board* e ao *CEO*. A fiscalização externa se dá mediante auditoria, realizada pelo Auditor-Geral da Noruega, e pelo próprio Parlamento norueguês, que recebe relatórios anuais do GPFN²¹³. Registrem-se, ainda, a política de comunicação interna e externa – que estabelece o dever de publicidade e transparência, ressalvados os deveres de confidencialidade estabelecidos pela legislação²¹⁴ –, um detalhado código de conduta ética para os funcionários do NBIM²¹⁵ e uma política específica de incentivo à denúncia de irregularidades por qualquer agente (*whistleblowing*)²¹⁶.

3.2.1.2 O Government Pension Fund – Norway (GPFN)

O Government Pension Fund – Norway (GPFN), espécie de sucessor do *National Insurance Fund*²¹⁷, é administrado pela *Folketrygdfondet*, uma companhia estatal norueguesa

²¹³ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²¹⁴ ²¹⁴ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Policy – Communication**, 2011. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Communication%20Policy.pdf>. Acesso em: 08 jul. 2013.

²¹⁵ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Policy – Conduct of Business**, 2013. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Conduct%20of%20Business%20Policy%202013%20mai.pdf>. Acesso em: 08 jul. 2013.

²¹⁶ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Policy – Whistleblowing**, 2011. Disponível em: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Policy%20Whistleblowing.pdf>. Acesso em: 08 jul. 2013.

²¹⁷ O *National Insurance Fund* foi absorvido pelo Government Pension Fund em 2006. V. ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 288. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013. V. ainda <http://folketrygdfondet.no/en/t-213-About-Folketrygdfondet.aspx#UeWS19I4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

cujo capital pertence inteiramente ao Estado, e tem como finalidade principal a formação de poupança pública para garantia de custeio da seguridade social do país²¹⁸. Seu capital originou-se, primariamente, dos superávits do regime nacional de seguridade social havidos entre 1967 e o final da década de 1970. Diversamente do que se dá com o GPFG, não há transferências entre o orçamento fiscal e o GPFN, assim como não existe movimentação de recursos entre o GPFG e o GPFN²¹⁹.

O *Folketrygdfondet* possui estrutura pequena, contando atualmente com 45 (quarenta e cinco) funcionários, de acordo com o seu sítio eletrônico na *Internet*²²⁰. Sua administração superior cabe a uma diretoria (*board*) composta por nove membros e seus suplentes, indicados pelo Ministério das Finanças da Noruega para períodos de quatro anos. Para questões administrativas, a diretoria é acrescida de mais um membro e um observador, ambos eleitos pelos empregados²²¹. À diretoria subordina-se a equipe administrativa (*management staff*), presidida por um diretor (*managing director*) e composta pelos diretores executivos de operações, de finanças, de investimentos em ações e de investimentos em renda fixa. O presidente é auxiliado por um diretor de serviços gerais, um conselheiro geral e uma chefia de apoio e controle de negócios²²².

Os *investimentos* do GPFN se submetem, basicamente, a duas normas gerais: as *Regulations no. 1228*, de 07.09.2007²²³, e o Mandato de Gestão (*Management Mandate*), de 21.12.2010²²⁴, ambos baixados pelo Ministério das Finanças da Noruega. A sua carteira de investimentos é composta de renda variável – ações, na proporção de 50% (cinquenta por cento) a 70% (setenta por cento) do *portfolio* – e de títulos de renda fixa – de 30% (trinta por cento) a 50% (cinquenta por cento)²²⁵ –, aplicados conforme plano estratégico periodicamente reavaliado e submetido à chancela governamental.

²¹⁸ NORWAY. MINISTRY OF FINANCE. **Introduction to GPFN and GBF**. Disponível em: http://www.regjeringen.no/pages/37984862/GPFN_and_GBF_April2013.pdf. Acesso em: 16 jul. 2013.

²¹⁹ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Parte III, Apêndice III, p. 42.

²²⁰ V. <http://folketrygdfondet.no/en/t-213-About-Folketrygdfondet.aspx#.UeWS19I4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²¹ V. <http://folketrygdfondet.no/en/t-213-About-Folketrygdfondet.aspx#.UeWS19I4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²² V. <http://folketrygdfondet.no/en/c-225-Organazation-chart.aspx#.UeWZk9I4swH>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²³ V. <http://folketrygdfondet.no/en/c-323-Regulations-regarding-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWaLtI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²⁴ Disponível em: <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²⁵ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-323-Regulations-regarding-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWaLtI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

No segmento de renda variável, 80% (oitenta por cento) a 90% (noventa por cento) são investidos em ativos do próprio mercado de capitais norueguês, sendo os 10% (dez por cento) a 20% (vinte por cento) restantes aplicados nos mercados da Dinamarca, da Finlândia e da Suécia. Admitem-se apenas as ações de empresas listadas em mercados regulados (como as bolsas de valores) ou de empresas que já tenham postulado sua entrada nesses mercados ou, ao menos, tenham manifestado tal intenção, limitados os investimentos, nestes dois últimos casos, a 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) do capital do Fundo²²⁶. O *Folketrygdfondet* pode, ainda, investir os recursos do GPFN no mercado de câmbio²²⁷.

No que diz com a renda fixa, a proporção entre o mercado norueguês e os demais mercados escandinavos é a mesma. Parece, no entanto, que existe uma proporção implícita 70% (setenta por cento) e 30% (trinta por cento) de títulos privados e públicos, respectivamente, a julgar pelos índices de desempenho (*benchmarks*) adotados²²⁸.

O GPFN está autorizado a tomar maior risco do que o GPFG, uma vez que seu objetivo é, expressamente, a obtenção do *máximo retorno possível*. Por tal razão, maneja derivativos e instrumentos financeiros de câmbio. O *benchmark* estratégico do GPFN compõe-se de uma média ponderada entre o *benchmark* para renda variável, à razão de 60% (sessenta por cento), e o *benchmark* para renda fixa, na proporção de 40% (quarenta por cento). O índice estratégico para renda variável se subdivide, ainda, em outra média, com pesos de 85% (oitenta e cinco por cento) para o índice da bolsa de valores de Oslo (*Oslo Sotck Exchange Main Index – OSEBX*) e de 15% (quinze por cento) para o *VINX Benchmark*, índice que inclui as ações mais negociadas nas bolsas de valores dos países nórdicos. Também se observa média similar na composição do índice de desempenho para a renda fixa, relativamente a índices de títulos da Noruega (*Barclays Capital Global Aggregate Norway*) e nos demais países escandinavos (*Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia – ex Norway*)²²⁹.

O GPFN também se engaja no denominado *investimento responsável*. Para tanto, considera-se que “um bom retorno no longo prazo é aquele considerado dependente do desenvolvimento sustentável em termos econômicos, ambientais e sociais, assim como em

²²⁶ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-323-Regulations-regarding-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWaLtI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²⁷ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²⁸ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²²⁹ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

mercados legítimos, efetivos e em regular funcionamento”²³⁰. Assim como o NBIM, o *Folketrygdfondet* também está obrigado a emitir diretrizes internas consonantes com os parâmetros de *governança corporativa* aceitos pela OCDE e outros organismos internacionais, cumprindo-lhe o exercício ativo dos direitos de acionista (*active ownership*)²³¹.

Há ferramentas importantes para o *controle de risco*. Por determinação expressa do Mandato de Gestão, admite-se uma margem de erro de 3 (três) pontos percentuais entre o retorno do *portfolio* real e o índice de desempenho (*benchmark index*). Exigem-se, ademais, avaliações de agências de classificação de risco (*rating*) para os investimentos em renda fixa. Cabe ao *Folketrygdfondet* estabelecer limites suplementares de exposição a risco, no que concerne, por exemplo, aos limites de risco de liquidez e aos limites de alavancagem, dentre outros. O GPFN pode titularizar, no máximo, 15% (quinze por cento) do capital de uma companhia norueguesa ou 5% (cinco por cento) do capital de companhias dinamarquesas, finlandesas ou suecas, desprezando-se, para o cálculo, as ações mantidas pelas companhias em tesouraria. Em virtude das normas de investimento responsável, não pode haver investimentos em ações expressamente excluídas pelo Ministério das Finanças²³².

O GPFN se submete, naquilo que cabível, às *Regulations no. 1080*, de 22.09.2008, do Ministério das Finanças, relacionadas com o gerenciamento de risco e os controles internos e aplicável a instituições do mercado financeiro da Noruega²³³. Da mesma forma, as *Regulations no. 1507*, de 01.12.2010, no que dizem com as remuneração dos executivos, também são aplicáveis ao *Folketrygdfondet*, feitas as necessárias adaptações²³⁴.

Observam-se, ainda, normas relevantes quanto à *publicidade* e à *transparência*. De acordo com prefalado Mandato de Gestão, o *Folketrygdfondet* obriga-se a publicar relatórios gerenciais com periodicidades anual e trimestral, nos quais devem ser disponibilizadas informações contábeis e, ainda, conteúdo descritivo sobre o desempenho dos ativos em que os

²³⁰ Tradução livre do inglês: “[...] A good return in the long term is regarded as being dependent upon sustainable development in economic, environmental and social terms, as well as well-functioning, legitimate and effective markets.” Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²³¹ Cf. <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²³² Disponível em: <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²³³ A respeito, v. FINANSTILSYNET. **Circular no. 03/2009: Guidelines to the Regulations no Risk Management and Internal Control**. Oslo: Finanstilsynet, 2010. Disponível em: http://www.finanstilsynet.no/Global/English/Circulars/Circular_3_2009.pdf. Acesso em: 27 jul. 2013.

²³⁴ Disponível em: <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

recursos do GPFN foram investidos, os custos de administração, as estratégias de gestão de investimentos etc. Exige-se o “maior grau possível de transparência”²³⁵.

No que concerne ao *controle externo*, o *Folketrygdfondet* se submete, na administração do GPFN, ao Ministério das Finanças da Noruega, órgão ao qual compete aprovar o plano estratégico de investimentos e fiscalizar a condução dos negócios do Fundo. É obrigatória a realização de reuniões, no mínimo, trimestrais. Por fim, o *Folketrygdfondet* também é obrigado a contratar serviços de auditoria externa independente²³⁶.

3.2.2 França

A entidade incumbida de gerir as reservas financeiras da previdência pública da França denomina-se *Fonds de Réserve pour Les Retraites* (FRR), ou *Fundo de Reserva para a Aposentadoria*, numa tradução livre. Seus recursos advêm de variadas transferências governamentais, incluindo-se parcelas do produto da arrecadação de contribuições de cunho assistencial incidentes sobre imóveis e investimentos, superávits do Seguro Nacional de Pensão para a Velhice (*Caisse nationale d'assurance vieillesse*), rendimentos provenientes da alienação de ativos públicos etc.²³⁷.

O FRR é uma agência estatal, criada em 2001, com o propósito legalmente definido de gerir reservas destinadas a contribuir para a sustentabilidade de longo prazo dos planos de previdência compulsórios, organizados sob o regime de caixa (*pay-as-you-go*, *PAYG* ou *PAYGO*, em que as receitas arrecadadas servem ao pagamento dos benefícios já concedidos, inexistindo a formação de reservas para o pagamento de benefícios a conceder, própria do regime capitalizado)²³⁸. Seu desembolso para o financiamento parcial desses planos se dará somente a partir de 2020²³⁹. De acordo com o relatório anual de 2012, seus ativos líquidos

²³⁵ Disponível em: <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²³⁶ Disponível em: <http://folketrygdfondet.no/en/c-425-Management-Mandate-for-the-Government-Pension-Fund-Norway.aspx#.UeWe4tI4swE>. Acesso em: 16 jul. 2013.

²³⁷ Cf. DIXON, Adam D.. *The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution?* **New Political Economy**, Bristol, v. 13, n. 3, p. 249-270, set. 2008, p. 12. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090860. Acesso em: 13 ago. 2013.

²³⁸ Tradução livre do inglês: “The Fund is being established for the purpose of managing the sums that are allocated to it in order to build up reserves intended to contribute to the long-term sustainability of PAYGO pension plans.”. Cf. art. L135-6 do Ato nº 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato nº 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo 5, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. Acesso em: 16 ago. 2013.

²³⁹ YERMO, Juan. *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 17. Disponível em:

correspondiam, em 31 de dezembro daquele ano, a € 36.600.000.000 (trinta e seis bilhões e seiscentos milhões de euros)²⁴⁰.

Em termos de *estrutura*, a administração superior do FRR cabe ao Conselho Supervisor (*Supervisory Board*), composto por 20 (vinte) integrantes, escolhidos da seguinte forma:

- 4 (quatro) indicados pelo Legislativo, sendo 2 (dois) indicados pela Assembleia Nacional e os outros 2 (dois), pelo Senado;
- 5 (cinco) representantes dos beneficiários, indicados por sindicatos de âmbito nacional;
- 5 (cinco) representantes dos empregados e trabalhadores autônomos, também designados por sindicatos;
- 4 (quatro) membros indicados pelo Poder Executivo, indicados pelos Ministérios da Economia, do Orçamento (1 indicado cada) e da Seguridade Social (2 indicados);
- 2 (dois) indivíduos com reconhecida qualificação nas áreas consideradas relevantes para o desempenho das missões do FRR.

Compete ao Conselho Supervisor estabelecer e rever anualmente as orientações gerais da política de investimentos dos ativos do FRR, designar os auditores independentes do Fundo, promover a auditoria interna de sua *performance*, aprovar as demonstrações financeiras anuais e elaborar relatório de gestão anual para divulgação ao público²⁴¹.

Ao Conselho Supervisor subordina-se a Diretoria Executiva, à qual incumbe, dentre outras atribuições, elaborar e executar o orçamento do FRR, propor a política de investimentos ao Conselho Supervisor, preparar as demonstrações financeiras anuais, selecionar os gestores externos dos investimentos, definir as políticas operacionais e procedimentos internos etc.. A Diretoria Executiva é composta por três membros e é presidida pelo *Chief Executive Officer (CEO)* da *Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)*, instituição financeira pública da França diretamente supervisionada pelo Parlamento²⁴².

<http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013; DIXON, Adam D.. The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution? **New Political Economy**, Bristol, v. 13, n. 3, p. 249-270, set. 2008, p. 12. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090860. Acesso em: 13 ago. 2013.

²⁴⁰ FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES – FRR. **2012 annual report**. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR-RA12-GB.pdf>. Acesso em: 16 ago. 2013.

²⁴¹ Cf. <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/supervisory-board>. Acesso em: 16 ago. 2013.

²⁴² Cf. <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/executive-board>. Acesso em: 16 ago. 2013. Sobre ambos os órgãos, v. art. L135-8 do Ato nº 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato nº 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo V, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. Acesso em: 16 ago. 2013.

À CDC cabe o desempenho de tarefas administrativas ordinárias do FRR, como, por exemplo, a gestão diária dos fluxos de caixa, e a custódia dos ativos, devendo exercê-las de modo independente das suas demais atribuições²⁴³. O que soa, à primeira vista, confuso parece servir para que o FRR dedique-se exclusivamente às suas atividades-fins.

A organização do FRR o decompõe em duas divisões: a *divisão financeira* e a *divisão operacional e de riscos*. A primeira se subdivide nos departamentos de (i) *alocação estratégica de ativos*, incumbida da execução das estratégias de investimento de longo prazo; (ii) *assessoria de alocação* e (iii) *gestão delegada*, que mantém a relação com os gestores externos de investimentos e realiza a sua supervisão, procedendo a análises de *portfolio* e cumprimento dos mandatos de investimento, inclusive no que concerne ao investimento responsável. A gestão dos investimentos do FRR é inteiramente delegada a agentes externos, selecionados pela Diretoria Executiva com o auxílio de um Comitê de Seleção²⁴⁴.

A outra divisão, por seu turno, subdivide-se nos departamentos de (i) *gestão de risco financeiro e performance*, (ii) *middle office*, encarregada da gestão operacional, (iii) *controle de recursos humanos e gestão*, (iv) *sistemas de informação, organização e projetos* e (v) *riscos operacionais*.

O FRR define sua estratégia de *investimentos* como conservadora. Em dezembro de 2010, restou definido pelo Conselho Supervisor que seus ativos seriam divididos em dois segmentos, a saber: uma alocação de *hedge*, isto é, investimentos destinados a garantir que o Fundo possa honrar suas obrigações, e uma alocação de *performance*, com o objetivo de obter retornos adicionais. O segmento de *hedge* correspondia, em dezembro de 2012, a cerca de 62% (sessenta e dois por cento) da carteira de investimentos, composto, de modo geral, por títulos públicos da própria França, títulos privados de companhias com grau de investimento reconhecido por agências de classificação de risco, títulos públicos de Estados integrantes da OCDE e numerário. Já o segmento de *performance* equivalia a cerca de 38% (trinta e oito por cento) da carteira, compondo-se de ações de companhias da zona do euro (15,1%) e demais

²⁴³ Cf. art. L135-9 do Ato n° 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato n° 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo V, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. V. também <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/cdc-role> (Acesso em: 16 ago. 2013), e YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013

²⁴⁴ Cf. <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/manager-selection-committee>. Acesso em: 16 ago. 2013. V. também YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 20. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

países (13,8%), outros títulos privados, títulos da dívida de países emergentes, *commodities* e imóveis, dentre outros²⁴⁵.

As diretrizes gerais de investimentos do FRR²⁴⁶ são claras na definição da *independência* do FRR e no seu horizonte de longo prazo para a gestão dos investimentos: uma vez cumprida a obrigação, estabelecida por lei, de possuir liquidez suficiente para honrar quatorze folhas de pagamento de benefícios, o restante dos ativos deve ser dirigida à consecução dos rendimentos no longo prazo, de modo a reduzir os riscos da volatilidade. Admite-se a gestão ativa dos investimentos, com vistas à superação dos *benchmarks* previamente definidos. O FRR submete-se, ainda, a regras prudenciais fixadas por ato conjunto dos Ministros da Economia, do Orçamento e da Seguridade Social²⁴⁷.

A exemplo do que ocorre com os fundos noruegueses, o investimento em ações do FRR também deve considerar as questões ambientais, sociais e de governança, inserindo-se no contexto do *investimento responsável*. As diretrizes gerais de investimento, nesse sentido, são claras:

“Para qualquer investidor público de longo prazo, como o FRR, a política de investimento deve levar em conta critérios ambientais, sociais e de boa governança. Fazê-lo oferece uma forma de considerar, em sua integralidade, os riscos e oportunidades associados às companhias em que o FRR investe ou pode investir. Tais critérios podem ter impacto significativo na avaliação. A análise da sustentabilidade ambiental e social das estratégias de negócios, assim como seus impactos positivos e negativos na comunidade e os riscos a que podem expor o FRR em termos de imagem, também é necessária. [...]”²⁴⁸

²⁴⁵ A crise econômica de 2008 ocasionou sensível modificação do *portfolio* do FRR. Segundo DIXON (The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution? **New Political Economy**, Bristol, v. 13, n. 3, p. 249-270, set. 2008, p. 13. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090860. Acesso em: 13 ago. 2013.), a carteira de investimentos do FRR compunha-se, em 2006, de 62,1% (sessenta e dois inteiros e um décimo por cento) de ações, 26,4% (vinte e seis inteiros e quatro décimos por cento) de títulos públicos e privados e 11,5% (onze inteiros e cinco décimos por cento) em dinheiro e câmbio.

²⁴⁶ FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES – FRR . **General investment policy guidelines**. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/documents/General-investment-policy-guidelines13-12-2010.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2013.

²⁴⁷ Cf. art. L135-11 do Ato nº 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato nº 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo V, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. V. também <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/cdc-role>. Acesso em: 16 ago. 2013.

²⁴⁸ Tradução livre do inglês: “For any long-term, public investor like the FRR, the investment policy must take into account environmental, social and good governance criteria. Doing so offers a way of fully factoring in the risks and opportunities that are associated with the companies in which the FRR does or may invest. These criteria may in fact have a significant impact on valuation. The analysis of the environmental and social sustainability of businesses’ strategies, as well as of their positive or negative impacts on the community and the risks they could expose the FRR to in terms of image, is also necessary. [...]”. In FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES – FRR . **General investment policy guidelines**, p. 2. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/documents/General-investment-policy-guidelines13-12-2010.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2013. Grifos do original.

No contexto de investimento responsável, o FRR também estabeleceu diretrizes para o exercício dos direitos de voto nas assembleias de acionistas, a serem desempenhados pelos gestores externos em nome do Fundo, dentre as quais se destacam a obrigatoriedade do voto no estrito interesse do FRR, os esforços no sentido do incremento dos padrões de governança corporativa e a transparência, com prévia divulgação das suas manifestações²⁴⁹.

No que concerne aos *mecanismos externos de fiscalização e controle*, submete-se o FRR ao tribunal de contas (*Cour de Comptes*), à Inspeção Geral de Assuntos Sociais e à Inspeção Geral de Finanças²⁵⁰. Como já antes exposto, o Conselho Supervisor deve fazer publicar relatório anual, de modo a permitir o controle social e a fixação da custódia no CDC permite a conferência das operações realizadas pelos gestores contratados. Quanto aos *controles internos*, cumpre ao Conselho Supervisor indicar dois auditores independentes para períodos de 6 (seis) anos²⁵¹, sem prejuízo das medidas de *compliance* adotadas pelos departamentos encarregados do gerenciamento das várias modalidades de risco. Além disso, o FRR também aprovou, por sua Diretoria Executiva, detalhado código de ética, que cuida de questões como os impedimentos e as limitações de investimentos pessoais.

3.2.3 Irlanda

Da Irlanda se colhe o *National Pensions Reserve Fund* (NPRF), entidade criada em 2001 e dotada de personalidade jurídica própria, cujo objetivo, por lei, é “cobrir, tanto quanto possível, os custos do Erário com os benefícios sociais e previdenciários a partir de 2025, momento em que tais custos têm projeção de crescimento dramático em virtude do envelhecimento populacional”²⁵². O NPRF foi instituído pelo *National Pensions Reserve*

²⁴⁹ FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES – FRR . **Proxy voting guidelines**. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/Proxy_voting_guidelines_February_2011.. Acesso em: 19 ago. 2013.

²⁵⁰ Cf. art. L135-14 do Ato nº 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato nº 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo V, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. V. também <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/cdc-role>. Acesso em: 16 ago. 2013.

²⁵¹ Cf. art. L135-12 do Ato nº 2001-624, de 17 de julho de 2001, alterado pelo Ato nº 2003-775, de 21 de agosto de 2003, de reforma dos benefícios previdenciários, inserto no Código de Seguridade Social, no Capítulo V, intitulado *Fonds de réserve pour les retraites*. Disponível em: http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR_FOUNDATIONAL_TEXTS_15-07-2013.pdf. V. também <http://www.fondsdereserve.fr/en/organisation/cdc-role>. Acesso em: 16 ago. 2013.

²⁵² Tradução livre do inglês: “The National Pensions Reserve Fund was established in April 2001 to meet as much as possible of the costs of Ireland’s social welfare and public service pensions from 2025 onwards, when these costs are projected to increase dramatically due to the ageing of the population.”. Cf. <http://www.nprf.ie/home.html>. Acesso em: 19 ago. 2013. Originariamente, de acordo com a Seção nº 18 da Parte 3 do *National Pensions Reserve Fund Act*, o NPRF destinava-se a cobertura dos benefícios até 2055,

Fund Act, editado em 2000, que previa que o Fundo deveria receber aportes do Tesouro correspondentes a 1% (um por cento) do Produto Nacional Bruto, na expectativa de que viesse a acumular ativos que representassem até 45% (quarenta e cinco por cento) do PIB irlandês. Não haveria, em princípio, retiradas do Fundo até 2020²⁵³.

Porém, a referida lei foi alterada em 2009 pelo *Investment of the National Pensions Reserve Fund and Miscellaneous Provisions Act*²⁵⁴, que atribuiu à gestão do Fundo a consecução dos seguintes objetivos adicionais:

- remediar uma séria perturbação na economia do Estado, e
- prevenção contra potenciais danos sérios ao sistema financeiro do país e garantia de sua contínua estabilidade.

Foi acrescida, ainda, outra finalidade à gestão dos recursos do NPRF, por força do *Credit Institutions (Stabilisation) Bill*, de 2010²⁵⁵: investimentos em valores mobiliários emitidos pelo governo irlandês e o custeio de despesas de capital do Erário nos anos de 2011 a 2013, por determinação do Ministro das Finanças, provavelmente em virtude da gravíssima crise financeira mundial que irrompeu em 2008 e gerou enormes prejuízos a vários países da Europa, dentre eles a Irlanda. Como se vê, um fundo instituído para o custeio de longo prazo dos benefícios previdenciários tornou-se, em poucos anos, um fundo também destinado à estabilização fiscal²⁵⁶. Conquanto tenha sido originariamente concebido com uma finalidade de suavização da carga tributária (*tax-smoothing*) – vale dizer, dos tributos destinados à cobertura do déficit previdenciário –, seu escopo foi significativamente ampliado em 2009.

A administração superior do NPRF cabe a uma Comissão (*National Pensions Reserve Fund Commission*), composta por 6 (seis) membros indicados pelo Ministro das Finanças para períodos de 5 (cinco) anos. Exige-se que sejam altamente qualificados em áreas de interesse do Fundo, como investimentos, atuária, mercado dos fundos de pensão, finanças,

podendo esse prazo ser estendido por ato do Ministro das Finanças. V. http://www.nprf.ie/Publications/Pen_Res_Fund_Act_2000.pdf. Acesso em: 19 ago. 2013.

²⁵³ O NPRF também recebeu receitas decorrentes da privatização de companhia telefônica irlandesa, a *Telecomm Éireann*. Cf. YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 7;17. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁵⁴ Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/2009/NPRFAct2009.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2013.

²⁵⁵ Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/2011/CreditInstitutionsStabilisationAct2010.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2013.

²⁵⁶ O que gerou críticas contundentes – houve quem se propusesse a escrever o “obituário” do NPRF, como se vê no artigo de LAURA SLATTERY no *blog* publicado na edição eletrônica do jornal *The Irish Times* (SLATTERY, Laura. The National Pensions Reserve Fund: an obituary. In *irishtimes.com*, publicado em 30.11.2010. Disponível em: <http://www.irishtimes.com/blogs/theindex/2010/11/30/the-national-pensions-reserve-fund-an-obituary/>. Acesso em: 20 ago. 2013.).

proteção do consumidor etc.. É vedado que sejam servidores públicos ou integrantes do governo.

A política de *investimentos* do NPRF está sucintamente definida na seção 19 do *National Pensions Reserve Fund Act*. Os investimentos do Fundo podem ser realizados dentro ou fora do país, de modo a assegurar o *ótimo retorno financeiro total* (capital e rendimentos), consideradas as obrigações do Fundo e dentro do grau de risco considerado aceitável pela Comissão.

Cabe à Comissão definir as estratégias de investimentos, revendo-as periodicamente. A estratégia de investimentos deve conter, dentre outras informações, os indicadores de desempenho (*benchmarks*) apropriados, a expectativa de retorno e as classes de investimentos autorizadas. A gestão dos investimentos incumbe à *National Treasury Management Agency* (NTMA), órgão governamental análogo à Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda brasileiro, ao qual compete a gestão da dívida pública irlandesa. A Comissão pode criar e dissolver, livremente, comitês de assessoramento.

A grave situação fiscal em que se inseriu a Irlanda a partir de 2009, a ponto de provocar modificações no *National Pensions Reserve Fund Act* e, com isso, ampliar os objetivos do Fundo, também impactou na estratégia de investimentos do NPRF. Tais modificações conferiram poderes significativos ao Ministro das Finanças irlandês para interferir nos investimentos e nas retiradas do Fundo, razão pela qual a Comissão dividiu o NPRF em duas partes, para fins gerenciais: o *portfolio discricionário* (*Discretionary Portfolio*), cujos investimentos permanecem sob a administração da Comissão, e os *investimentos dirigidos* (*Directed Investments*), realizados sob a determinação do Ministro das Finanças²⁵⁷.

Como *missão*, a Comissão deve atingir, tanto quanto possível, dentro de parâmetros de risco aceitos pela Comissão, o custo do Erário com os benefícios sociais e previdenciários a partir de 2025 até 2055, como previsto em lei. Em 2010, acrescentou-se o objetivo suplementar de superar o custo do serviço da dívida governamental por períodos de cinco anos de rolagem, numa probabilidade de 75% (setenta e cinco por cento). Em outras e mais singelas palavras, inseriram-se na avaliação do risco financeiro do Fundo, de modo expresso, os juros da dívida pública irlandesa²⁵⁸. Os *benchmarks* são definidos pela Comissão de

²⁵⁷ Cf. <http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/investmentStrategy.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

²⁵⁸ Cf. <http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/investmentStrategy.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

acordo com cada classe de ativos – para as ações da zona do euro, por exemplo, adota-se o *FTSE All World Eurobloc Index*²⁵⁹.

O horizonte de investimentos do NPRF é explicitamente de longo prazo, o que refletirá na sua alocação de ativos. No segundo trimestre de 2013, sua carteira de investimentos era composta por 42,2% (quarenta e dois inteiros e dois décimos por cento) de ativos do *portfolio* discricionário e 57,8% (cinquenta e sete inteiros e oito décimos por cento) de investimentos dirigidos, totalizando mais de 15 (quinze) bilhões de euros. O *portfolio discricionário* se compunha de 29,2% (vinte e nove inteiros e dois décimos por cento) em ações de companhias listadas em bolsa, 0,3% (três décimos por cento) em opções de compra de ações, 37,7% (trinta e sete inteiros e sete décimos por cento) em renda fixa – incluindo-se títulos públicos emitidos por países da zona do euro, atrelados a índice de inflação (1,9%)²⁶⁰, títulos privados também da zona do euro (6%) e numerário (29,8%) – e 32,8% (trinta e dois inteiros e oito por cento) no que se denominam *investimentos alternativos*, incluindo *private equity*, imóveis, infraestrutura, *commodities* e fundos de *hedge*²⁶¹. Os percentuais podem variar dentro de margens delegadas à NTMA (entre 2% e 10%, para mais ou para menos, conforme o caso), para fazer face à volatilidade de curto prazo, naquilo que se chama de alocação dinâmica de ativos. Toda a gestão dos investimentos é terceirizada²⁶².

Os *investimentos dirigidos*, por seu turno, passaram a ser feitos após as mudanças legais promovidas pelo *Investment of the National Pensions Reserve Fund and Miscellaneous Provisions Act* e pelo *Credit Institutions (Stabilisation) Bill*, incluindo ações e outros títulos emitidos por instituições financeiras do país – o *Bank of Ireland* e os *Allied Irish Banks* –, além do aporte de dez bilhões de euros, de um total de 17,5 bilhões do governo irlandês, para o Programa de Suporte Financeiro para a Irlanda aprovado pela União Europeia e pelo Fundo Monetário Internacional, que totaliza 85 (oitenta e cinco) bilhões de euros.

²⁵⁹ V. NATIONAL PENSIONS RESERVE FUND COMMISSION. **Annual Report and Financial Statements 2012**. Dublin: National Pensions Reserve Fund Commission, 2013, p. 17. Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/annualReports.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

²⁶⁰ Os títulos são indexados ao *Eurozone Harmonised Index of Consumer Prices* e emitidos por vários países, como a Itália, a França e a Alemanha. Segundo YERMO, não pode haver investimento em títulos emitidos pelo governo irlandês, devendo excetar-se os investimentos dirigidos, criados posteriormente à publicação do mencionado artigo (YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 18. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013).

²⁶¹ Cf. <http://www.nprf.ie/Performance/performance2Qtr13.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

²⁶² Cf. <http://www.nprf.ie/Investments/publicMarketInvestmentManagers.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013. V. também YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 21. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

A Comissão é signatária dos princípios de investimento responsável (*Principles for Responsible Investment*) da Organização das Nações Unidas, razão pela qual também vem implementando estratégias de investimento que contemplem os fatores ambientais, sociais e de governança (*ESG – Environmental, Social and Governance*) e o exercício ativo dos direitos de acionista (*active ownership*), por intermédio de gestor especializado. O NPRF não pode deter o controle acionário de nenhuma companhia²⁶³.

O controle de risco do Fundo é feito pela Comissão e pela NTMA. A NTMA elabora revisão de risco anual e realiza auditorias, por sua unidade de controles internos, por seu auditor interno e, ainda, por auditor externo independente. Os resultados de cada uma dessas auditorias é submetido ao Comitê de Auditoria da Comissão do NPRF²⁶⁴. O NPRF se submete também a auditoria externa do *Comptroller and Auditor General*, autoridade do governo irlandês encarregada do desempenho das atividades de auditor-geral²⁶⁵.

Dentro da questão da governança interna, assinala-se que a Comissão também está sujeita, por expressa previsão do *National Pensions Reserve Fund Act*, a estritas normas de conduta, complementadas por detalhado código de ética que impõe, dentre outras, deveres de confidencialidade, hipóteses de impedimentos e caracterizações de conflitos de interesse²⁶⁶.

Por fim, no que diz com a questão da *transparência*, a Comissão é legalmente obrigada a publicar relatórios anuais. Com efeito, os relatórios vêm sendo bastante percucientes, contendo informações sobre a política de investimentos, demonstrações financeiras, avaliação de desempenho e outros dados²⁶⁷.

3.2.4 Japão

O *Government Pension Investment Fund* (GPIF) foi instituído em 2001, como uma espécie de sucessor da *Pension Welfare Corporation*, com a obrigação de gerir e investir os recursos reservados ao custeio de benefícios previdenciários. Em dezembro de 2012, o GPIF

²⁶³ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 19. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁶⁴ NATIONAL PENSIONS RESERVE FUND COMMISSION. **Annual Report and Financial Statements 2012**. Dublin: National Pensions Reserve Fund Commission, 2013, p. 34. Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/annualReports.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

²⁶⁵ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013

²⁶⁶ Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/2012/CodeOfConduct.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2013.

²⁶⁷ V., por exemplo, o já referido NATIONAL PENSIONS RESERVE FUND COMMISSION. **Annual Report and Financial Statements 2012**. Dublin: National Pensions Reserve Fund Commission, 2013. Disponível em: <http://www.nprf.ie/Publications/annualReports.htm>. Acesso em: 22 ago. 2013.

administrava ativos de impressionantes ¥120.465.300.000.000,00 (cento e vinte trilhões quatrocentos e sessenta e cinco bilhões e trezentos milhões de ienes)²⁶⁸, o que corresponde a mais de 1,2 trilhão de dólares²⁶⁹.

A estrutura do GPIF é relativamente mais simples do que a de outros fundos semelhantes. A direção executiva, obrigatoriamente composta por *experts* em finanças e economia²⁷⁰, é exercida por um Presidente, escolhido pelo Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-Estar e auxiliado por um Assessor Executivo e um Conselheiro. Estão subordinados ao Presidente Setores Administrativo, de Planejamento, de Informações, de Pesquisa, de Gestão de Investimentos Externos, de Investimentos Internos (*In-house*) e a Auditoria Interna. Vinculado à Presidência está, ainda, o Comitê de Investimentos – composto por especialistas em economia e finanças oriundos das universidades e da iniciativa privada (não há integrantes do governo)²⁷¹ – e existe um Auditor interno, sem subordinação²⁷². Define-se o GPIF como uma agência independente²⁷³, muito embora essa independência seja, a rigor, meramente operacional²⁷⁴.

²⁶⁸ Cf. GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 5. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013.

²⁶⁹ Conforme a cotação adotada pelo Banco Central do Brasil em 06.09.2013, Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/conversao/conversao.asp>.

²⁷⁰ SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁷¹ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 24-28. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013.

²⁷² Conforme quadro em <http://www.gpif.go.jp/en/about/>. Acesso em: 06 set. 2013.

²⁷³ Cf. GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 23. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013. SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁷⁴ “O regime de agência administrativa independente – que se concentra nas atividades implementadas pelo governo que são altamente públicas em sua natureza mas que, conquanto não requeiram envolvimento direto do governo, podem não se realizar se confiadas ao setor privado – busca aperfeiçoar a eficiência operacional e a qualidade, para assegurar a gestão operacional autônoma daquelas atividades, e para manter a transparência operacional, mediante o estabelecimento de agências administrativas independentes cujo *status* corporativo difere daquele do governo e mediante a assunção, por essas instituições, de atividades relevantes” (GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 23. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013. Tradução livre do inglês mal escrito: “The independent administrative agency scheme – which focuses on those activities that are highly public in nature but which, although not requiring direct government involvement, may not be realized if entrusted to the private sector – seeks to improve operational efficiency and quality, to ensure the autonomous operational management of those activities, and to maintain operational transparency by establishing independent administrative agencies whose corporate status differs from that of government and by having these institutions take on relevant activities”.)

A reduzida autonomia se exhibe na sistemática de investimentos do GPIF. Cabe ao Ministro da Saúde, Trabalho e Bem-Estar definir os *objetivos de médio prazo* – que são as diretrizes de investimentos para períodos de três a cinco anos, ouvido o comitê de investimentos do GPIF –, bem como as espécies de investimentos admitidas, o equilíbrio entre elas e os critérios de avaliação da *performance* do Fundo²⁷⁵. Os objetivos devem ser compatíveis com os *princípios de investimento*, que, segundo JUNICHI SAKAMOTO, são os seguintes:

- a) o investimento deve ser feito unicamente no interesse dos beneficiários;
- b) a alocação de recursos deve ser diversificada entre as várias classes de ativos, com vistas à obtenção da taxa-alvo de retorno sob risco minimizado;
- c) os deveres de cuidado e lealdade se impõem a qualquer indivíduo envolvido nos investimentos ou na gestão do fundo;
- d) o plano concreto de investimentos, o resultado dos investimentos e seus efeitos nas condições financeiras dos regimes previdenciários devem ser amplamente divulgados²⁷⁶.

Fixados tais objetivos, a Diretoria formula os *planos de médio prazo*, ou seja, as estratégias para os atingir²⁷⁷. Tanto os *objetivos* como os *planos de médio prazo* são, desde sempre, intimamente relacionados com a política fiscal do governo: é explicitamente reconhecida como um dos papéis do GPIF a garantia de liquidez do pagamento de benefícios previdenciários, considerada a perspectiva futura de financiamento e fluxo de caixa da previdência.

O *mandato* do GPIF é contribuir para a estabilidade dos regimes previdenciários públicos do Japão, organizados sob o regime de caixa ou *pay-as-you-go*²⁷⁸, mas de tal modo que, diversamente dos correlatos europeus, já existe desembolso para o pagamento de benefícios. No entanto, o GPIF, historicamente, também amparou a política econômica do

²⁷⁵ SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em:

<http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁷⁶ SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁷⁷ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 23-24. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013; YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 10-11. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁷⁸ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 1; 23. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013.

governo japonês, tendo sido compelido a investir no mercado de capitais nipônico durante a crise financeira que assolou a Ásia em 1997 e 1998. YERMO relata que, antes da reforma previdenciária de 2001, o fundo foi largamente utilizado para investir em obras públicas ou financiá-las²⁷⁹.

O relatório operacional do GPIF mais recente salienta a grande dificuldade de financiamento da previdência pública japonesa, que é compreensível, consideradas a alta expectativa de vida e a baixa taxa de natalidade do país, ambos dados notórios²⁸⁰. Isso reduz a tolerância do fundo ao risco financeiro, que, aliada à sensível interferência governamental, justifica a adoção de um perfil razoavelmente conservador, apesar de se apresentar o GPIF, como os fundos de reserva previdenciária em geral, como um investidor institucional com perspectiva de longo prazo. Sua taxa-alvo de retorno real é de 2,2% (dois inteiros e dois décimos por cento) ao ano, ou 3,2% (três inteiros e dois décimos por cento) nominais, 1,1% (um inteiro e um décimo por cento) acima da taxa esperada de crescimento dos salários dos trabalhadores²⁸¹.

O GPIF utiliza a habitual sistemática de investimentos baseados em um *portfolio*-alvo, definido pelo Ministro da Saúde, do Trabalho e do Bem-Estar e assim estabelecido: 67% (sessenta e sete por cento) em títulos domésticos; 11% (onze por cento) em ações domésticas; 9% (nove por cento) em ações estrangeiras; 8% (oito por cento) em títulos estrangeiros e 5% (cinco por cento) em ativos de curto prazo, admitidas margens de desvio que variam entre 5% (cinco por cento) a 8% (oito por cento), conforme a classe de ativo²⁸². Foi estabelecido pelo

²⁷⁹ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 18. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁸⁰ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 21. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013. Aponta-se, ainda, como fator relevante o progressivo desaparecimento de duas características socioculturais japonesas: a idade relativamente avançada de aposentadoria e uma estrutura familiar tradicional em que os idosos habitualmente viviam e eram sustentados por seus filhos adultos. V. ARONSON, Bruce E.. A Japanese CalPERS or a New Model for Institutional Investor Activism: Japan's Pension Fund Association and the Emergence of Shareholder Activism in Japan. **NYU Journal of Law and Business**, New York, v. 7, n. 2, p. 571-640, ago. 2011, p. 607-608. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1488201>. Acesso em: 15 mai. 2013.

²⁸¹ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 17. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁸² GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 23. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013. No mesmo documento (p. 29), consta que os investimentos estrangeiros do GPIF chegaram, em 2012, a 22,14% (vinte e dois inteiros e quatorze centésimos por cento). V. também SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013, p. 58.

Comitê de Investimentos que os recursos investidos em títulos estrangeiros não podem superar os aplicados em ações estrangeiras e estes, por sua vez, não podem ultrapassar os valores investidos em ações domésticas²⁸³. Investimentos em derivativos são aceitos exclusivamente para fins de *hedge*²⁸⁴.

Para além da diversificação dos investimentos por classes, a gestão de risco do GPIF também estabelece limites de concentração: não podem ser aplicados mais do que 5% (cinco) por cento dos recursos em valores mobiliários de uma única companhia, assim como o Fundo não pode titularizar mais do que 5% (cinco) por cento do capital²⁸⁵. A gestão dos investimentos é confiada, em sua maior parte, a gestores externos e é majoritariamente (cerca de 77%) *passiva*, isto é, que busca reproduzir – e não superar – um determinado índice de mercado. Esses gestores externos são reavaliados a cada três anos²⁸⁶. A gestão interna de investimentos só é admitida no mercado de títulos (*bonds*)²⁸⁷.

Cabe também aos gestores terceirizados o exercício dos direitos de voto nas companhias em que o GPIF tem participação. Nesse mister, possuem discricionariedade para estabelecer suas diretrizes de atuação, desde que não exerçam qualquer espécie de influência direta na administração das companhias privadas e que se concentrem na maximização dos interesses de longo prazo dos acionistas, reconhecendo a importância da governança corporativa e da proteção dos interesses dos minoritários (como, afinal, será o seu próprio caso)²⁸⁸. Não há orientações formais quanto a considerações sociais ou ambientais, mas

²⁸³ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 18. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013

²⁸⁴ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 27. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013. ; YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 18. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁸⁵ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 18. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁸⁶ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 26. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013; YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 22. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁸⁷ SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁸⁸ GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 15. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013; SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541,

consta de seus princípios de investimento, normatizados por ato do Ministro da Saúde, do Trabalho e do Bem-Estar que os investimentos devem ser feitos com a necessária cautela, de modo a não afetar os preços de mercado ou distorcer o comportamento do público investidor em geral²⁸⁹.

É possível afirmar que o GPIF possui elevado grau de transparência: os resultados de seus investimentos são publicados trimestralmente²⁹⁰. São emitidos relatórios anuais, nos quais consta a alocação do *portfolio*, o desempenho dos investimentos, as despesas operacionais e outros dados. São documentos detalhados, que contêm, dentre outras informações, séries históricas de receitas e patrimônio desde 2001 (quando o investimento passou a ser feito de modo discricionário) e a taxa de retorno, segregada por classes de ativos, nos últimos sete e três anos²⁹¹.

No que concerne aos mecanismos de controle, o Comitê de Investimentos também possui atribuições típicas de controle interno ou *compliance*, monitorando a implementação dos investimentos *in-house* e o gerenciamento das instituições incumbidas da gestão terceirizada de investimentos, emitindo recomendações ou deliberações a serem observadas pela Diretoria e pelos departamentos subordinados. As demonstrações financeiras do GPIF são submetidas ao Auditor interno, a uma auditoria externa independente e, posteriormente, ao Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-Estar – uma vez aprovadas, as contas são abertas ao público em geral²⁹².

3.2.5 China

O principal fundo soberano chinês é a *China Investment Corporation* – *CIC*, uma companhia cujo capital é inteiramente titularizado pelo governo da República Popular da

dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁸⁹ SAKAMOTO, Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

²⁹⁰ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

²⁹¹ V., por exemplo, GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND – GPIF. **Review of Operations in Fiscal 2012**. Tóquio: Government Pension Investment Fund, 2013, p. 9-11. Disponível em: http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf. Acesso em: 06 set. 2013

²⁹² YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013. SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

China. A CIC, na verdade, é uma *holding* com duas subsidiárias: a *CIC International*, incumbida dos investimentos no exterior, e a *Central Huijin*, controladora dos principais bancos estatais da China. A *CIC International* e a *Central Huijin*, de acordo com o Relatório Anual de 2012 da CIC, atuam de modo completamente separado. A *CIC International* possui, ainda, duas subsidiárias, quais sejam, a *CIC International (Hong Kong)* e a representação da CIC em Toronto, Canadá²⁹³.

A CIC é um verdadeiro fundo soberano, uma vez que estabelecida com a missão de ser “um veículo para a diversificação das reservas cambiais da China e obtenção do máximo retorno para o acionista [*o governo central chinês*] dentro de limites aceitáveis de exposição ao risco”²⁹⁴. Em dezembro de 2012, possuía ativos no valor total de cerca de 575 (quinhentos e setenta e cinco) bilhões de dólares²⁹⁵.

Em termos estruturais, a administração superior da CIC possui três órgãos: o Conselho de Diretores (*Board of Directors*), o Conselho de Supervisores (*Board of Supervisors*) e o Comitê Executivo (*Executive Committee*), compostos por quadros egressos do primeiro e segundo escalões do governo. O Estado chinês exerce os poderes de acionista controlador por intermédio do Conselho de Estado. Cabe ao Conselho de Diretores a supervisão das operações da CIC, a avaliação de sua *performance* geral e a tomada de decisões em questões importantes, observadas as normas estatutárias. Reporta-se diretamente ao acionista controlador – isto é, o governo chinês –, indica e remove executivos, delega funções e institui, quando necessário, órgãos gerenciais internos. O Conselho de Diretores recebe o suporte direto do Comitê de Remuneração, incumbido da formulação e da revisão das políticas remuneratórias dos altos executivos, bem como da sua respectiva supervisão, e do Comitê Executivo, ao qual compete presidir a operação diária da CIC.

O Conselho de Supervisores, auxiliado pelo Comitê Supervisor, é responsável pelo monitoramento da observância de padrões éticos dos diretores e executivos, bem como pela efetividade dos procedimentos de controle interno, respondendo diretamente ao acionista

²⁹³ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 9. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

²⁹⁴ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 9. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014. Tradução livre do inglês: “The company was established as a vehicle to diversify China’s foreign Exchange holdings and seek maximum returns for its shareholder within acceptable risk tolerance”.

²⁹⁵ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 50. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

controlador. O Conselho de Supervisores também é encarregado do Departamento de Auditoria Interna, com o apoio do Comitê de Auditoria.

Por seu turno, o Comitê Executivo é o responsável pela administração diária da CIC, detalhando em estratégias as orientações do Conselho de Diretores, adotando decisões operacionais e de investimentos, dentre outras. Para tanto, conta com o Conselho Consultivo Internacional (*International Advisory Council*), composto por quinze especialistas em economia global, investimentos e questões regulatórias²⁹⁶.

Os investimentos da CIC são orientados por princípios expressos, quais sejam:

- investimentos de caráter financeiro, dirigido à rentabilidade máxima sob risco tolerável;
- não se persegue o controle das companhias em que investe;
- investimento responsável, subordinado às leis e regulamentos da China e dos países em que são feitos os investimentos internacionais e atento ao cumprimento das suas responsabilidades sociais;
- decisões de investimento prudentes e disciplinadas, mediante pesquisa profunda de ativos para determinação do *portfolio*²⁹⁷.

Como os fundos soberanos em geral, a CIC se identifica como um investidor institucional de longo prazo. Os investimentos internacionais, como antes afirmado, são feitos pela *CIC International*, conforme orientação de um Comitê de Investimentos e de um Comitê de Gestão de Riscos. Os macro-objetivos dos investimentos são definidos pelo Conselho de Estado da China e, a partir deles, o Conselho de Diretores revê e aprova as estratégias de investimentos e as diretrizes operacionais, posteriormente detalhadas pelo Comitê Executivo.

A CIC International possui vários Departamentos de Investimentos, dentre os quais estão os de *Alocação de Ativos e Pesquisa Estratégica*, *Ações de Companhias Públicas*, *Renda Fixa e Investimentos de Retorno Absoluto* (como fundos de *hedge*, derivativos e mercados futuros), *Private Equity e Imóveis* e, ainda, *Investimentos Especiais* (como infraestrutura, mineração, energia e agronegócio). Os Departamentos formulam propostas de investimentos, conjugadas de acordo com o planejamento do *Departamento de Alocação de Ativos e Pesquisa Estratégica*, que serão levadas ao Comitê de Investimentos – antes, no

²⁹⁶ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 13-25. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

²⁹⁷ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 27. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

entanto, as propostas são revistas numa reunião preparatória, presidida pelo Diretor de Investimentos (*Chief Investment Officer*). Acolhidas as propostas pelo Comitê de Investimentos, o Comitê Executivo, aprovando-as, passa a orientar a sua operacionalização diária²⁹⁸.

A CIC adota o que denomina quadro de alocação de ativos em três camadas:

- *alocação estratégica de ativos*: classes de ativos selecionadas e amplitude dos investimentos, alinhados com a taxa-alvo de retorno da CIC e a tolerância ao risco, que servirá como diretriz para os investimentos de longo prazo;
- *portfolio prudencial*: baseado em projeções econômicas de médio prazo (horizontes de três anos), confere maior suporte às decisões de investimentos e permite a revisão periódica do *portfolio* de longo prazo;
- *alocação tática de ativos*: aproveitamento de janelas de oportunidades de investimentos de curto prazo decorrente da volatilidade do mercado, com vistas a rentabilidades premiais pela assunção de maiores riscos²⁹⁹.

Os principais investimentos diretos em empresas estrangeiras são de longo prazo e se concentram no segmento de *investimentos especiais*, como infraestrutura (aeroportos e saneamento básico, por exemplo), energia e mineração, em mercados desenvolvidos como o Reino Unido, os EUA e a França, mas também há consideráveis investimentos em companhias russas³⁰⁰. Em 2012, os investimentos de longo prazo constituíram 32,4% do *portfolio* de investimentos globais da CIC, seguidos das ações de companhias públicas (32%), renda fixa (19,1%), fundos de *hedge* e outros investimentos chamados de retorno absoluto (12,7%) e, em menor parcela, numerário e outros investimentos (3,8%).

Por intermédio da CIC e de seus outros fundos soberanos, a China é a maior detentora de títulos públicos soberanos do mundo e, em especial, de títulos emitidos pelo Tesouro norteamericano. Dentre seus investimentos em renda fixa, 54,7% consistem em títulos públicos soberanos de economias desenvolvidas, 17,5% de países emergentes, 25,1% de

²⁹⁸ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 13; 28-29. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

²⁹⁹ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 29-30. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

³⁰⁰ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 33. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

títulos privados de empresas com grau de investimento e 2,7% de títulos atrelados a índices de inflação³⁰¹.

Os investimentos são conduzidos, em sua maioria (63,8%), por gestores externos, mas existe clara determinação no sentido de desenvolver o investimento *in-house*. A seleção dos gestores externos é feita mediante processo escalonado, exigindo-se dos participantes experiência, qualificação profissional, sólida estrutura de governança e controles internos e, pelo menos, três anos sem quaisquer problemas regulatórios ou reclamações³⁰².

No que concerne à gestão de risco, a CIC instituiu estrutura bastante sofisticada. De acordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho de Diretores e pelo Comitê Executivo, o Comitê de Gerenciamento de Risco cuida da revisão de estratégias, políticas e procedimentos de controle de risco, define as provisões de recursos para cobertura desses riscos, analisa periodicamente o perfil de risco das alocações de recursos em classes de ativos e outras tarefas relacionadas, sob a direção do Comitê Executivo.

São adotadas as denominadas *três linhas de defesa*, para controle de riscos em cada Departamento, na esfera interdepartamental e no âmbito da companhia como um todo. Primeiramente, os diversos Departamentos de investimentos são informados dos riscos associados aos ativos em que investem e, de acordo com as normas de exposição a risco da companhia e atual segundo as provisões de risco fixadas pelo Departamento de Alocação de Ativos e Pesquisa Estratégica.

Num segundo nível, o Departamento Operacional de Gestão de Risco, auxiliado pela coleta e avaliação de dados de um Comitê de Risco Operacional a ele subordinado, estabelece os limites de exposição a risco por classe de ativo. O quadro de gerenciamento de risco, seus mecanismos e processos são então definidos, em conjunto com os Departamentos de Operações de Investimentos, de Finanças e Contabilidade, Jurídico e de *Compliance* e de Relações Públicas e Cooperação Internacional.

A terceira linha de defesa, por seu turno, consiste na auditoria, supervisão e avaliação do gerenciamento de risco da CIC como um todo, desempenhado pelo Departamento de Auditoria Interna e pelo Departamento de Integridade Institucional. Além da auditoria interna e dos procedimentos permanentes de *compliance*, a CIC também contrata auditores externos

³⁰¹ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 36. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

³⁰² Cf. http://www.china-inv.cn/cicen/investment/investment_external.html. Acesso em: 04 fev. 2014.

independentes³⁰³. Ao que parece, no entanto, não há mecanismos formais de supervisão externa de qualquer espécie – a fiscalização do governo se daria, portanto, pelos instrumentos societários próprios do exercício das prerrogativas de acionista controlador, o que denota, salvo melhor juízo, a inexistência de independência da CIC em relação ao Estado chinês.

A CIC é aderente aos *Princípios de Santiago* e se afirma comprometida com a ampla e tempestiva divulgação de suas informações, indo ao encontro das exigências internacionais de *compliance*. Não há, contudo, informações precisas quanto à inserção dos fatores ESG nas suas decisões de investimentos. De acordo com o *Índice Linaburg-Maduell de Transparência*³⁰⁴, do *SWF Institute*, a CIC possui grau 7, numa escala de 1 a 10³⁰⁵.

3.2.6 Abu Dhabi (Emirados Árabes)

O maior fundo soberano dos Emirados Árabes Unidos é a *Abu Dhabi Investment Authority – ADIA*, cujos ativos são estimados em 773 (setecentos e setenta e três) bilhões de dólares – é, portanto, o maior fundo soberano do Oriente Médio e um dos maiores do mundo em patrimônio³⁰⁶. Sua principal fonte de receita é o superávit das exportações de petróleo da *Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC)*, dos quais cerca de 70% (setenta por cento) são revertidos à ADIA³⁰⁷.

A ADIA é inteiramente titularizada pelo governo e submetida à sua supervisão, mas possui personalidade jurídica própria. De acordo com o Relatório Anual referente a 2012, a ADIA conduz seu programa de investimentos de forma independente em relação ao governo e sua atividade se desenrola sem qualquer relação ou perspectiva das despesas governamentais;

³⁰³ Cf. CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013, p. 38-41. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

³⁰⁴ O *Índice Linaburg-Maduell de Transparência* do *SWF Institute* baseia-se no atendimento a dez princípios essenciais, criando-se uma escala de 0 a 10 em que cada um deles corresponde a um ponto. São eles: (i) divulgação de histórico, incluindo razão de criação, origem de seus recursos, estrutura de administração e relação com o governo; (ii) divulgação de auditorias independentes atualizadas e relatórios anuais; (iii) divulgação da percentagem de capital de empresas que titulariza e sua localização geográfica; (iv) divulgação de valores de mercado da totalidade da sua carteira de investimentos, retornos e taxa de administração; (v) divulgação das diretrizes concernentes a parâmetros éticos, políticas de investimento e o executor dessas diretrizes; (vi) divulgação clara das estratégias e objetivos; (vii) caso aplicável, identificação clara das subsidiárias e informações de contato; (viii) se aplicável, identificação dos gestores externos de investimentos; (ix) sítio eletrônico próprio; (x) divulgação do endereço da sede própria e de informações de contato, como telefone e fax. Cf. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduel-transparency-index/>. Acesso em: 28 fev. 2014.

³⁰⁵ Dados de janeiro de 2014, obtidos na página da *Internet do Sovereign Wealth Fund Institute* (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>). Acesso em: 28 jan. 2014.

³⁰⁶ Dados de janeiro de 2014, obtidos na página da *Internet do Sovereign Wealth Fund Institute* (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>). Acesso em: 28 jan. 2014.

³⁰⁷ Cf. <http://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>. Acesso em: 28 jan. 2014.

além disso, os ativos da ADIA não são considerados reservas internacionais de Abu Dhabi. No entanto, a ADIA provê suporte ao Emirado em hipóteses de déficit das contas governamentais, mas, segundo consta do seu Relatório Anual publicado em 2013, tais retiradas não são frequentes e normalmente ocorrem em períodos de baixa acentuada ou prolongada dos preços internacionais do petróleo³⁰⁸.

Há pouca informação disponível sobre a ADIA, o que, de imediato, indica o seu relativamente baixo grau de transparência – no *Índice Linaburg-Maduell de Transparência*, entre 1 e 10, a ADIA tem nível 5³⁰⁹. Do ponto de vista institucional, no entanto, a ADIA identifica-se como um ente com longa tradição em investimentos prudentes, baseados unicamente nos objetivos econômicos de obtenção de retorno financeiro sustentável no longo prazo. Sua *missão* consistiria no “investimento de recursos, em nome do governo do Emirado de Abu Dhabi, de modo a disponibilizar os meios financeiros necessários para assegurar e manter o bem-estar futuro do Emirado”³¹⁰.

Em termos de estrutura, sabe-se que a ADIA possui 1400 (mil e quatrocentos) empregados. Sua administração superior é exercida por um Conselho Diretor (*Board of Directors*), indicados por decreto governamental, dentre os quais estão o respectivo Presidente (*Chairman*) e o Diretor Administrativo (*Managing Director*) – atualmente, o *Chairman* é o próprio Governador de Abu Dhabi, de cuja família também fazem parte o *Managing Director* e outros integrantes do colegiado. Ao Conselho Diretor compete a implementação da estratégia de investimentos, de acordo com a legislação aplicável, bem como a supervisão desses investimentos e das atividades de gestão, mas não as decisões operacionais e de investimentos em si, confiadas exclusivamente ao *Managing Director*. A este estão subordinados os Departamentos de Investimentos e de Apoio, assim como a Auditoria Interna, a Divisão Jurídica, a Unidade Estratégica e o setor de Avaliação e Acompanhamento³¹¹. A estrutura contempla, ainda, os Comitês de Investimentos, de Gerenciamento de Risco, de Diretrizes de Investimentos, de Estratégia e de Auditoria, encarregados das atividades de supervisão³¹².

³⁰⁸ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 42-43. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

³⁰⁹ Cf. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. Acesso em: 28 jan. 2014.

³¹⁰ Cf. <http://www.adia.ae/En/About/Mission.aspx>. Acesso em: 28 jan. 2014. Tradução livre do inglês: “ADIA’s mission is to invest funds on behalf of the Government of the Emirate of Abu Dhabi to make available the necessary financial resources to secure and maintain the future welfare of the Emirate”.

³¹¹ Cf. http://www.adia.ae/En/People/Organisational_structural.aspx. Acesso em: 28 jan. 2014.

³¹² Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 47. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

Os investimentos da ADIA são planejados com foco nas tendências de longo prazo da economia global. Cumprir à Unidade Estratégica definir os níveis aceitáveis de exposição a risco e recomendar um *portfolio* bem diversificado, que reúne mais de vinte e quatro classes de ativos e subcategorias, cada um com um peso definido, que se denomina *neutral benchmark* (“referência neutra”, em tradução livre) e é regularmente revisto³¹³. Para ser adotado, o *neutral benchmark* deve ser aprovado pelo Comitê Estratégico e pelo Comitê de Investimentos, do qual o *Managing Director* faz parte. Com base no *neutral benchmark*, um Comitê de Diretrizes de Investimentos formula orientações para cada uma das áreas especificamente direcionadas a cada classe de ativos, que têm definidos os seus *benchmarks* próprios a orientar a execução dos investimentos.

O *neutral benchmark* fixa percentuais máximos e mínimos da carteira ideal. As classes de ativos em que os investimentos são divididos incluem ações listadas em bolsa, renda fixa, imóveis e infraestrutura, *private equity* e investimentos alternativos, como os fundos de *hedge* e os mercados futuros – não há investimento no mercado interno. Atualmente, a maior parte dos investimentos da ADIA é em ações de mercados desenvolvidos (de 32% a 42%), admitindo-se, ainda, ações em mercados emergentes (de 10% a 20%) e em títulos públicos (10% a 20%), dentre outros³¹⁴. Seria possível classificar a estratégia de investimentos da ADIA como, pelo menos, *arrojada*, considerado o elevado percentual do *portfolio* dedicado ao segmento de renda variável e aos investimentos alternativos, o que se mostra compatível com seus objetivos de longo prazo.

Cerca de 75% (setenta e cinco por cento) da carteira de investimentos da ADIA é confiada a gestores externos, dos quais 55% (cinquenta e cinco por cento) são de aplicações em fundos de investimentos passivos³¹⁵. O processo seletivo de gestores externos – que têm discricionariedade para, observadas as estratégias de investimentos, realizar as operações de mercado – é minucioso e a decisão final cabe ao Comitê de Investimentos.

A *gestão de risco* da ADIA é exercida dentro dos vários departamentos e supervisionada por um Comitê de Gerenciamento de Risco. As atividades de *compliance* são desempenhadas em rede, com a atuação interna dos setores e da divisão de Avaliação e Acompanhamento, da Auditoria Interna e da Divisão Jurídica. Todos os funcionários aderem

³¹³ Admite-se a adoção de estratégias pontuais de médio prazo e aproveitamento de oportunidades em investimentos *off-benchmark*.

³¹⁴ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 18-20. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

³¹⁵ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 9. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

ao Código de Ética e Conduta Profissional da ADIA, que disciplina as situações de risco envolvendo potenciais conflitos de interesse, como, por exemplo, a pré-aprovação de operações pessoais no mercado, a divulgação dos negócios externos de cada um, a publicidade dos presentes ou benefícios recebidos etc.³¹⁶.

A ADIA não está formalmente subordinada a supervisão governamental, o que se explica pelo próprio regime político do Emirado: muitos membros de sua administração superior também integram o governo. No entanto, o fundo se alinha com os padrões internacionais de demonstrações financeiras e tem estrutura de auditoria considerável. O departamento de Auditoria Interna, que se reporta funcionalmente ao Comitê de Auditoria – por sua vez, vinculado ao Conselho Diretor – e administrativamente ao *Managing Director*, tem a função de efetuar avaliações independentes dos sistemas de controles internos da ADIA e garantir a segurança dos seus procedimentos. Além disso, o Comitê de Auditoria também indica duas empresas de auditoria externa para análise das contas anuais e, adicionalmente, os trabalhos da Auditoria Interna também são revistos por outra empresa de auditoria externa independente³¹⁷.

No que concerne à *governança*, a ADIA se declara plenamente aderente aos *Princípios de Santiago*, particularmente no que diz com as estruturas colegiadas de deliberação – ainda que a decisão final e a responsabilidade recaiam, em última análise, no *Managing Director* – e na ampla divulgação de dados como suas demonstrações financeiras, suas informações patrimoniais, sua estrutura de funcionamento, seus objetivos institucionais e sua política de investimentos³¹⁸. Neste último ponto, os documentos da ADIA são enfáticos ao rechaçar qualquer propósito geopolítico em seus investimentos – assim é que, em geral, abstém-se de exercer direitos de voto nas companhias das quais é acionista, salvo quando estritamente necessário para proteger seus interesses financeiros ou para se opor a iniciativas que possam ser prejudiciais aos acionistas como um todo³¹⁹. Ao que parece, não há qualquer orientação quanto à consideração dos temas ambientais e sociais nas decisões de investimentos.

³¹⁶ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 41. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

³¹⁷ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 46. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

³¹⁸ Como se observa em http://www.adia.ae/En/Governance/Santiago_Principles_more.aspx. Acesso em: 28 jan. 2014.

³¹⁹ Cf. ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013, p. 46. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

3.2.7 Alasca (Estados Unidos)

O *Alaska Permanent Fund* (Fundo Permanente do Alasca) é o fundo soberano do Estado norteamericano do Alasca, criado em 1976 para gestão das receitas advindas da exploração de recursos não-renováveis, principalmente petróleo e gás natural – por lei, pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) dos *royalties* devem ser revertidos ao Fundo e não podem ser gastos. Sua instituição se deu mediante emenda à Constituição do Estado do Alasca. Seus *rendimentos* – e jamais o principal – podem ser gastos conforme determinado pelo Poder Legislativo estadual e vêm sendo parcialmente distribuídos à população, na forma de dividendos³²⁰.

A companhia estatal incumbida da gestão dos recursos do Fundo é a *Alaska Permanent Fund Corporation (APFC)*. No entanto, o pagamento de dividendos é feito pela *Permanent Fund Dividend Division*, outra entidade da Administração Pública estadual³²¹. Em 30.06.2013, a APFC geria ativos de cerca de 50 (cinquenta) bilhões de dólares³²².

A estrutura do APFC é enxuta³²³. A administração superior é confiada ao Conselho de Administradores (*Board of Trustees*), composto por seis membros indicados pelo Governador do Estado, sendo dois deles chefes dos principais departamentos do governo estadual (um dos dois, necessariamente, o Comissário da Receita), e os quatro restantes livremente escolhidos entre cidadãos dotados de reconhecida competência e ampla experiência em finanças, investimentos ou outros campos relacionados com a gestão de negócios, para períodos de quatro anos³²⁴. O Conselho, liderado por um Presidente (*Chair*), aponta um Diretor Executivo, que também atua como *Chief Executive Officer (CEO)* da APFC e comanda uma equipe de aproximadamente 35 (trinta e cinco) funcionários. Ao CEO estão subordinados o *Chief Investment Officer (CIO)* – incumbido da condução geral dos investimentos financeiros –, o Diretor de Investimentos Imobiliários, o Escritório de Recursos Humanos, o Conselheiro-Geral, o Diretor de Administração e Comunicação, o Diretor de Tecnologia da Informação e o

³²⁰ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. Appendix III. Background Information on IWG Member Countries' SWFs. In **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 49. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

³²¹ Cf. <http://www.apfc.org/home/Content/aboutFund/aboutPermFund.cfm>. Acesso em: 01 mar. 2014.

³²² ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Evolving: Alaska Permanent Fund Corporation 2013 Annual Report**. Juneau: APFC, 2014, p. 24. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

³²³ V. organograma em http://www.apfc.org/home/Media/aboutAPFC/2014_1_1_Orgchart_Web.pdf. Acesso em: 1º mar. 2014.

³²⁴ Cf. ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Board of Trustees Charters and Governance Policies**. Juneau: APFC, 2011, p. 1. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_GovernanceManual.pdf. Acesso em: 01 mar. 2014.

Chief Financial Officer (CFO), encarregado da gestão financeira da companhia. A área de investimentos financeiros, em particular, tem subordinados ao CIO o Diretor de Renda Fixa, os Gestores de *Portfolio* em Mercados Privados, Valores Mobiliários e Oportunidades Especiais e, ainda, a Diretoria de Gerenciamento de Risco.

A legislação do Estado do Alasca possui expressa previsão quanto aos conflitos de interesse dos Administradores e empregados da APFC, estabelecendo, dentre outras normas, que devem ser imediatamente comunicados ao Conselho, de modo a serem incluídos nas atas das reuniões e objeto de divulgação ao público³²⁵. Há, ainda, expressa menção, nas diretrizes de atuação do Conselho de Administradores, quanto ao dever de confidencialidade dos mesmos exigido quanto às informações pertinentes ao APFC de que tiverem conhecimento por força do cargo³²⁶.

No processo de supervisão das atividades da APFC, o Conselho de Administradores é assessorado pelos seguintes órgãos:

- o *Comitê de Auditoria*, integrado por pelo menos três membros do Conselho que conheçam elementos de Finanças e Contabilidade e possam ler e compreender demonstrações financeiras;
- o *Comitê de Governança*, também composto por três Administradores e comandado pelo Vice-Presidente do Conselho de Administradores (*Vice Chair*), incumbido das atividades de avaliação e controles internos;
- os *Comitês ad hoc*, constituídos pelo *Chair* para temas específicos;
- o *Grupo Consultivo de Investimentos*, composto por três membros com experiência e conhecimentos consideráveis em gestão e investimentos de fundos, por períodos de três anos não coincidentes³²⁷, e
- *Consultores independentes* de investimentos.

Os *investimentos* da APFC são disciplinados pela Constituição do Estado do Alasca, pelas leis locais e pela *política de investimentos* aprovada pelo Conselho de Administradores. As normas estaduais estabelecem que o Fundo está autorizado a investir exclusivamente em ativos que produzam renda, com os objetivos de proteção do principal e maximização do

³²⁵ Cf. <http://www.apfc.org/home/Content/aboutAPFC/constAndLaw.cfm>. Acesso em: 02 mar. 2014.

³²⁶ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Board of Trustees Charters and Governance Policies**. Juneau: APFC, 2011, p. 40. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_GovernanceManual.pdf. Acesso em: 01 mar. 2014.

³²⁷ Cf. ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Bylaws**. Juneau: APFC, 2011, p. 3. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_Bylaws.pdf. Acesso em: 17 jan. 2013; ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Board of Trustees Charters and Governance Policies**. Juneau: APFC, 2011, p. 5-9; 12-13. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_GovernanceManual.pdf. Acesso em: 01 mar. 2014.

retorno total de investimentos. Para tanto, deve adotar a chamada *regra do investidor prudente*: as decisões de investimentos devem ser tomadas com a prudência, a inteligência e o critério que se esperam de um investidor institucional³²⁸.

Atualmente consolidada em um extenso documento³²⁹, a *política de investimentos* da APFC, aprovada pelo Conselho de Administradores, é bastante detalhada. Basicamente, os investimentos têm horizonte de longo prazo, em virtude dos objetivos de proporcionar benefícios às gerações presentes e futuras e da baixa demanda por liquidez. Portanto, existe razoável tolerância ao risco, o que permite aplicações em percentuais mais elevados nos mercados de capitais globais (*global equities*); por outro lado, a preservação do capital investido nos momentos de baixa dos mercados também é parte importante da filosofia de investimentos da APFC, de modo que a diversificação, como medida de mitigação de riscos, é tida como fundamental. A missão do Conselho de Administradores é “calibrar a tolerância a risco do Fundo para equilibrar os objetivos conflitantes de preservação e apreciação do capital para atuais e futuras gerações”³³⁰.

A expectativa de retorno de longo prazo dos investimentos é atingir uma taxa real *média* de retorno (ou seja, descontada a inflação) de 5% (cinco por cento) ao ano³³¹, que vem sendo alcançada com relativa folga ao longo dos últimos quase trinta anos³³². Para tanto, vem adotando estratégia de alocação de ativos com grande concentração em risco privado, incluindo-se ações e outros títulos de companhias norteamericanas e globais. 36% (trinta e seis por cento) dos investimentos são concentrados em ações, majoritariamente em companhias de grande porte; o segmento de renda fixa toma 21% (vinte e um por cento) das aplicações, com destaque para os títulos do Tesouro dos EUA e *bonds* corporativos americanos; com 12% (doze por cento) do *portfolio*, os investimentos imobiliários privilegiam imóveis comerciais e industriais e em escritórios, mas também incluem imóveis multifamiliares e fundos de investimentos (*Real Estate Investment Trusts – REITs*); há também investimentos nos setores de *private equity*, infraestrutura e outros. Cada segmento

³²⁸ Cf. <http://www.apfc.org/home/Content/investments/investIndex2009.cfm>. Acesso em: 02 mar. 2014.

³²⁹ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy**. Juneau: APFC, 2013. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

³³⁰ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy**. Juneau: APFC, 2013, p. 3-5. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014. Tradução livre do inglês: “The Board’s mission is calibrating the Fund’s risk tolerance to balance the competing objectives of capital preservation and capital appreciation for current and future generations”.

³³¹ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy**. Juneau: APFC, 2013, p. 5. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

³³² ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Evolving: Alaska Permanent Fund Corporation 2013 Annual Report**. Juneau: APFC, 2014, p. 7-8. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

tem os seus *benchmarks* específicos e limites de alavancagem (vedada, por exemplo, nos investimentos em renda fixa)³³³.

A APFC combina gestões interna e externa dos investimentos, mas privilegia a primeira como medida de redução de custos, transparência e publicidade ao mercado³³⁴. Os investimentos em ações são majoritariamente *ativos* (66%), buscando superar os índices de referência³³⁵. A exposição a risco dos investimentos é estabelecida pelo Conselho de Administradores de acordo com margens de variação, que, classificados por zonas, definem os níveis de alçada: a *zona verde* é aquela em que o *Chief Investment Officer* (CIO) pode atuar livremente, devendo nela permanecer por, pelo menos 80% (oitenta por cento) do ano fiscal; a *zona amarela*, por sua vez, é uma variação em maior escala, que depende de aprovação do Diretor Executivo e pode durar, no máximo, por 90 (noventa) dias ou, se necessário, até a próxima reunião do Conselho, que pode autorizar a sua extensão; a *zona vermelha*, por fim, é a margem mais ampla de exposição a risco, que precisa de aprovação do Conselho de Administradores e se estende por até 30 (trinta) dias, salvo deliberação em contrário do colegiado³³⁶. Tais limites não importam propriamente violações aos regulamentos, mas apenas uma medida de maior transparência.

No que diz com os fatores ESG, a política de investimentos da APFC não cuida explicitamente de questões sociais. Por outro lado, estabelece exigências de cunho ambiental para os investimentos imobiliários³³⁷. Ademais, reconhece valor econômico do exercício dos direitos de acionista, estabelecendo que, nas companhias em que detiver parte do capital – diretamente ou por meio de gestores externos – deve ser desempenhado no melhor interesse

³³³ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Evolving: Alaska Permanent Fund Corporation 2013 Annual Report.** Juneau: APFC, 2014, p. 6-18. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf. Acesso em: 28fev. 2014; ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy.** Juneau: APFC, 2013, 8-10. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

³³⁴ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy.** Juneau: APFC, 2013, p. 4. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014. Por exemplo, apenas 23% (vinte e três por cento) das aplicações em renda fixa são confiadas a gestores externos. A relação dos gestores externos se encontra em <http://www.apfc.org/home/Content/investments/managers2009.cfm>. Consulta em 02 mar. 2014.

³³⁵ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Evolving: Alaska Permanent Fund Corporation 2013 Annual Report.** Juneau: APFC, 2014, p. 9-12. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf. Acesso em: 28fev. 2014.

³³⁶ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy.** Juneau: APFC, 2013, p. 13 e seguintes. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014. Por exemplo, a exposição a risco privado, de 55% (cinquenta e cinco por cento), varia de 45% a 65% na *zona verde*, de 40% a 45% ou de 65% a 70% na *zona amarela* e abaixo de 40% ou acima de 70% na *zona vermelha*.

³³⁷ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy.** Juneau: APFC, 2013, p. 47;58. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014

financeiro do Fundo. Além disso, a APFC estimula – mas não obriga – os gestores externos a que, nesse exercício dos direitos de voto nas assembleias, comprometam-se com princípios de governança corporativa, como a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, a indicação de diretores independentes e a proibição de fixação, pelos estatutos sociais, de quóruns qualificados de deliberação³³⁸. É de relevo assinalar, ainda, que os estatutos da APFC vedam expressamente o uso de recursos da companhia ou do Fundo Permanente para financiar ou influenciar atividades políticas³³⁹.

A APFC também possui sofisticadas ferramentas de gestão e acompanhamento. São submetidos ao Conselho de Administradores, a cada três anos, relatórios de governança, para fins de apuração de conformidade (*compliance*) da companhia em relação às normas e políticas estabelecidas. Com a mesma periodicidade, é também elaborado um relatório de revisão das próprias políticas. De posse dos mesmos, o Comitê de Governança pode propor alterações ao Conselho. Este, aliás, também é obrigado a fazer relatórios de autoavaliação periódica, preparados pelo *Vice Chair* ou por terceiros. Anualmente, o Diretor Executivo é igualmente avaliado.

Especificamente quanto aos investimentos, vários relatórios são produzidos pela equipe da APFC ou por consultores externos e submetidos ao Conselho de Administradores. Com periodicidade mensal e trimestral, são feitos relatórios de *performance* dos investimentos, sendo um deles especificamente para o segmento de *private equity*; os relatórios de gestão de risco são anuais, assim como os relatórios de revisão das políticas de investimentos e de avaliação dos gestores externos. A cada 3-5 anos, produzem-se estudos de realocação de ativos, com recomendações para as políticas de longo prazo e de alocação ótima de ativos. O planejamento estratégico e a execução orçamentária da APFC, por sua vez, são objetos de relatórios anuais, havendo, ainda, na metade de cada exercício financeiro, um relatório de variação orçamentária, para verificação dos eventuais desvios entre os gastos orçados e os efetivos.

A auditoria da APFC é realizada pelos órgãos internos (em especial, pelo *controller*) e supervisionada pelo Comitê de Auditoria, que também contrata auditor externo independente. Produz-se, com periodicidade anual, relatório contendo as demonstrações financeiras

³³⁸ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Investment Policy**. Juneau: APFC, 2013, p. 29-30. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

³³⁹ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Bylaws**. Juneau: APFC, 2011, p. 4. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_Bylaws.pdf. Acesso em: 17 jan. 2013.

auditadas, discussão e análise de gestão e a opinião do auditor contratado³⁴⁰. A legislação do Estado do Alasca também prevê que o Comitê de Orçamento e Auditoria do Poder Legislativo estadual audite e avalie anualmente, quando aos aspectos operacional e de desempenho, os programas e investimentos da APFC³⁴¹.

A APFC possui grau máximo no *Índice Linaburg-Maduell de Transparência* do *SWF Institute*. Com efeito, todos os relatórios gerenciais e de *performance* acima referidos, uma vez aprovados pelo Conselho de Administradores, são divulgados ao público e estão disponíveis para consulta no sítio eletrônico da companhia. Também são publicadas toda a legislação concernente ao Fundo, as atas das reuniões do Conselho e as políticas de investimentos e de governança da APFC, bem como estudos diversos elaborados pelos Administradores (*Trustees' papers*). Além desses documentos, a APFC também publica o *Alaskan's Guide to the Permanent Fund*, um guia didático para disseminar informações sobre o Fundo Permanente e sobre a APFC entre os cidadãos do Estado do Alasca.

De acordo com os documentos analisados nesta pesquisa, a APFC é vinculada ao Departamento de Receitas do Estado do Alasca. No entanto, atua com independência e se submete à fiscalização do Poder Legislativo – por intermédio do respectivo Comitê de Orçamento e Auditoria – e do Governador do Estado, que, por ato escrito e motivado, pode destituir membros do Conselho de Administradores. Não há notícia de outros mecanismos institucionais de controle.

3.2.8 Canadá

O *Canada Pension Plan* (CPP) é o regime contributivo e compulsório de previdência social dos trabalhadores canadenses. A exemplo do regime geral de previdência social do Brasil, prevê o custeio de benefícios de aposentadoria (voluntária ou por invalidez) e pensões por morte, mediante contribuições dos empregados e empregadores. O CPP é um programa nacional, vinculado não apenas ao governo federal como também aos governos das províncias, exceto Quebec, que possui um plano previdenciário próprio, o *Quebec Pension Plan* (QPP)³⁴².

³⁴⁰ ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Board of Trustees Charters and Governance Policies**. Juneau: APFC, 2011, p. 24-26. Disponível em: http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_GovernanceManual.pdf. Acesso em: 01 mar. 2014.

³⁴¹ Cf. <http://www.apfc.org/home/Content/aboutAPFC/constAndLaw.cfm>. Acesso em: 02 mar. 2014.

³⁴² Cf. SARNEY, Mark J.; PRENETA, Amy M.. The Canada Pension Plan's Experience with Investing its Portfolio in Equities. *Social Security Bulletin*, Washington DC, v. 64, n. 2, p. 46-56, set. 2002, p. 47.

De certo modo, o CPP é considerado um fundo soberano canadense, instituído com o propósito de custeio dos benefícios previdenciários do país. O CPP sofreu profundas reformas no final da década de 1990, em virtude da verificação da iminência do exaurimento de seus recursos em 2015, mormente em virtude do crescimento da população idosa – decorrente, por seu turno, do aumento dos índices de expectativa de vida no país – em velocidade superior à entrada de novos trabalhadores/contribuintes³⁴³. Dentre as várias modificações, como, por exemplo, a elevação das contribuições, a redução dos benefícios e o agravamento das respectivas condições de elegibilidade, deu-se também, em 1999, a criação da *Canada Pension Plan Investment Board* (CPPIB), uma corporação da Coroa britânica³⁴⁴.

Compete à CPPIB, na forma do *Canada Pension Plan Investment Board Act*, de 1999³⁴⁵, a gestão de investimentos dos ativos do CPP, que, em março de 2013, atingiam a monta de 183 (cento e oitenta e três) bilhões de dólares³⁴⁶, mas a entidade não interfere na gestão do CPP em si. A administração superior do CPPIB compete a um Conselho Diretor composto por 12 (doze membros), obrigatoriamente recrutados no setor privado – a legislação proíbe a participação de servidores públicos – e, preferencialmente, com experiência em mercado financeiro, investimentos, finanças corporativas, atuária ou previdência.

A seleção dos diretores é realizada por um processo conjunto dos governos federal e das nove províncias participantes. Cada governo indica um representante para a formação de um comitê, obrigatoriamente presidido por integrante oriundo do setor privado, que elabora a lista de candidatos para a diretoria. O Ministro das Finanças canadense, consultando os correlatos provincianos, nomeia os diretores para períodos não coincidentes de 3 (três) anos, no limite máximo de 3 (três) períodos para cada diretor, exceto o presidente do Conselho (*chair*), cujo limite máximo é de 4 (quatro). Espera-se da nomeação que sejam observadas: (i) a representação regional na diretoria; (ii) a presença de número suficiente de diretores com comprovada qualificação em finanças ou experiência profissional relevante na matéria e (iii)

³⁴³ Cf. SARNEY, Mark J.; PRENETA, Amy M.. The Canada Pension Plan's Experience with Investing its Portfolio in Equities. *Social Security Bulletin*, Washington DC, v. 64, n. 2, p. 46-56, set. 2002, p. 47 e seguintes.

³⁴⁴ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 10. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

³⁴⁵ Disponível em: <http://laws-lois.justice.gc.ca/PDF/C-8.3.pdf>. Acesso em: 05 ago. 2013.

³⁴⁶ CPP INVESTMENT BOARD. *Annual Report 2013: People – Purpose – Performance*. Toronto: CII INVESTMENT BOARD, 2013. Disponível em: <http://viewer.zmags.com/publication/2ac4d168#/2ac4d168/125>. Acesso em: 08 ago. 2013.

que nenhum dos diretores tenha falido, mantenha qualquer conexão pessoal com o governo ou tenham conflito de interesse com o CPP³⁴⁷.

De acordo com o artigo nº 5 do *Canada Pension Plan Investment Board Act*, os objetivos da CPPIB são:

- a) auxiliar o CPP no cumprimento de suas obrigações perante os contribuintes e beneficiários do regime;
- b) gerir quaisquer valores a ela confiados, pertencentes ao CPP, bem como seu direito, título ou rendimento em quaisquer valores mobiliários, no melhor interesse dos contribuintes e beneficiários do regime; e
- c) investir os ativos na perspectiva de *alcançar a máxima taxa de retorno, sem risco de perda indevida*, considerando os fatores que podem afetar o financiamento do CPP e a sua capacidade de honrar as respectivas obrigações financeiras em qualquer tempo.³⁴⁸

O Conselho Diretor da CPPIB escolhe sua Equipe de Executivos (*Senior Management Team*), cujo Presidente e *Chief Executive Officer* (CEO) seleciona os demais integrantes. Essa equipe é a responsável pelas decisões de gestão de investimentos e operacionais, reportando-se diretamente ao Conselho Diretor. Formam-se, ainda, quatro comitês permanentes (sem prejuízo da eventual composição de comitês *ad hoc*), compostos pelos Diretores e pelos Executivos, quais sejam:

- o *Comitê de Investimentos*, responsável pelo estabelecimento das políticas de investimentos, padrões e procedimentos, bem como pela revisão e pelo monitoramento do plano anual de investimentos;
- o *Comitê de Auditoria*, para supervisão dos relatórios financeiros, auditoria interna, suporte à auditoria externa e *compliance*;
- o *Comitê de Recursos Humanos e Remuneração*, encarregado da definição das políticas remuneratórias da CPPIB, da avaliação do CEO, do planejamento da sucessão nos cargos e da revisão da estrutura organizacional; e

³⁴⁷ Cf. SARNEY, Mark J.; PRENETA, Amy M.. The Canada Pension Plan's Experience with Investing its Portfolio in Equities. *Social Security Bulletin*, Washington DC, v. 64, n. 2, p. 46-56, set. 2002, p. 50-51.

³⁴⁸ Os grifos são acrescentados. Tradução livre do inglês: "5. The objects of the Board are (a) to assist the Canada Pension Plan in meeting its obligations to contributors and beneficiaries under the *Canada Pension Plan*; (b) to manage any amounts transferred to it under section 108.1 of the *Canada Pension Plan*, and its right, title or interest in any designated securities, in the best interests of the contributors and beneficiaries under that Act; and (c) to invest its assets with a view to achieving a maximum rate of return, without undue risk of loss, having regard to the factors that may affect the funding of the Canada Pension Plan and the ability of the Canada Pension Plan to meet its financial obligations on any given business day."

- o *Comitê de Governança*, para aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa, da gestão de conflitos de interesses de da aplicação do código de ética³⁴⁹.

Por lei, a CPPIB é uma *entidade independente do governo canadense e de suas províncias*, de modo a isolar-se da interferência política. Também é inteiramente independente da gestão do CPP em si, cuidando exclusivamente dos recursos que, atualmente, excedem o custeio dos benefícios previdenciários.

De acordo com o art. 35 do *Canada Pension Plan Investment Board Act*, cumpre ao Conselho Diretor da CPPIB estabelecer políticas de investimentos, padrões e procedimentos que a prudência comum recomenda na gestão dos bens de terceiros³⁵⁰. Os *investimentos* subordinam-se às *Canada Pension Plan Investment Board Regulations*, também de 1999, cuja última emenda é de dezembro de 2012³⁵¹.

As *Regulations* exigem da CPPIB que formule declaração formal, escrita, de suas políticas de investimentos, padrões e procedimentos, que devem ser revistas, confirmadas ou alteradas com periodicidade anual, no mínimo. Do documento devem constar, dentre outras informações, as categorias de investimentos (renda fixa, renda variável ou imóveis), o uso de opções, mercado futuro ou outras espécies de derivativos financeiros, a diversificação do *portfolio* de investimentos, a taxa de retorno esperada, a liquidez dos investimentos, as políticas de gestão dos financeiros, como os riscos de crédito e de mercado, a retenção ou delegação dos direitos de voto referentes às participações acionárias, os métodos e as bases de avaliação da carteira de investimentos não operados em bolsa ou outros mercados regulados etc.³⁵².

Segundo JUAN YERMO, o governo canadense estabeleceu uma taxa de financiamento (calculada à razão dos ativos sobre as obrigações do CPP) e uma taxa-alvo de retorno real para o fundo. Essa taxa-alvo é de 4,2% (quatro inteiros e dois décimos por cento) – de modo a que a taxa de financiamento seja elevada de 8% (oito por cento) a 25% (vinte e cinco por cento) até 2025 –, calculada com base no rendimento real dos títulos públicos de

³⁴⁹ Cf. <http://www.cppib.com/en/who-we-are/governance-overview/board-committees.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁵⁰ Tradução livre do inglês: “35. Subject to the regulations, the board of directors shall establish, and the Board and its subsidiaries shall adhere to, investment policies, standards and procedures that a person of ordinary prudence would exercise in dealing with the property of others.”

³⁵¹ Disponível em: <http://laws-lois.justice.gc.ca/eng/regulations/SOR-99-190/page-1.html>. Acesso em: 05 ago. 2013

³⁵² V. também YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

longo prazo emitidos pelo governo, acrescidos de um prêmio de 2,3% (dois inteiros e três décimos por cento) por ações³⁵³.

A gestão de investimentos propriamente dita é feita tanto interna como externamente. A CPPIB possui unidades internas incumbidas da gestão direta de investimentos em áreas estratégicas, como *private equity*, infraestrutura e o segmento imobiliário³⁵⁴; a gestão externa, por sua vez, prioriza os casos em que é necessário conhecimento especializado de determinados mercados, recorrendo-se a instituições de primeira linha³⁵⁵.

As *Canada Pension Plan Investment Board Regulations* estabelecem alguns limites quantitativos para os investimentos. Basicamente, a CPPIB não pode ter mais do que 10% (dez por cento) de seus ativos investidos em títulos e valores mobiliários de um único emissor ou de emissores associados ou afiliados entre si, ressalvados os casos de emissões do governo federal canadense ou de suas províncias, de subsidiárias do próprio CPPIB ou de cotas de fundos que repliquem a carteira de índice reconhecido, composto por ampla classe de papéis negociados em bolsa. Além disso, a CPPIB não pode titularizar, direta ou indiretamente, mais do que 30% (trinta por cento) do capital com direito a voto em qualquer companhia, excetuadas as eventuais subsidiárias da própria CPPIB.

Atualmente, o *portfolio* de investimentos da CPPIB divide-se da seguinte forma: 50% (cinquenta por cento) em ações, 33,1% (trinta e três inteiros e um décimo por cento) em renda fixa e 16,9% (dezesseis inteiros e nove décimos por cento) em imóveis³⁵⁶. É interessante observar que, em 2004, os investimentos concentravam-se em renda fixa, que correspondia a 95% (noventa e cinco por cento) da carteira, sendo os 5% (cinco por cento) restantes aplicados em renda variável. Tamaña modificação já vinha ocorrendo de forma paulatina desde 2000, no contexto das severas reformas previdenciárias acima referidas³⁵⁷, e, ao que parece, foram muito bem sucedidas: a página eletrônica da CPPIB na *Internet* esclarece que, de acordo com as projeções do Atuário-Chefe do Canadá, o CPP tem sustentabilidade assegurada por mais de 75 (setenta e cinco anos). Espera-se que, até 2021, as contribuições para o CPP ainda excedam o custo com o pagamento de benefícios, de tal modo que somente

³⁵³ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 17. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

³⁵⁴ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 21. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

³⁵⁵ Cf. <http://www.cppib.com/en/how-we-invest/compare-overview/partnering.html>. Acesso em: 13 ago. 2013.

³⁵⁶ Cf. <http://www.cppib.com/en/what-we-do.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁵⁷ Cf. SARNEY, Mark J.; PRENETA, Amy M.. The Canada Pension Plan's Experience with Investing its Portfolio in Equities. **Social Security Bulletin**, Washington DC, v. 64, n. 2, p. 46-56, set. 2002.

a partir de então serão utilizados os recursos investidos pela CPPIB e, mesmo assim, em proporções relativamente pequenas³⁵⁸.

Diversamente do que se dá com outros fundos, no entanto, existe maior liberdade para variação desses percentuais e, em princípio, maior apetite para a tomada de riscos, uma vez que as decisões são tomadas numa perspectiva de longuíssimo prazo³⁵⁹ – utiliza-se, inclusive, a frase “*por investirmos para o próximo quarto de século e não para o próximo trimestre, podemos fazer investimentos que os outros não podem*”³⁶⁰. Adota-se uma sistemática denominada *Total Portfolio Approach*, ou *Abordagem Total da Carteira*, na qual, em vez de se ater a percentuais-alvo de alocação de ativos por classes de investimentos, a CPPIB os visualiza de forma global, atentando para as correntes de risco e retorno do mercado como um todo. Com a delimitação de um *portfolio* de referência (*CPP Reference Portfolio*), a gestão de investimentos procura utilizar estratégias ativas de investimento para superá-lo, sem, contudo, expor o fundo a riscos não desejados.

Para tanto, os investimentos são objeto de contínua avaliação e por uma equipe específica, que coordena das demais áreas de investimentos. Em 2013, cerca de 14% (quatorze por cento) do risco financeiro do fundo advieram das estratégias ativas de investimento, sendo os 86% (oitenta e seis por cento) restantes decorrentes da adoção do *portfolio* de referência³⁶¹.

A CPPIB também é engajada no *investimento responsável*, tomando em linha de consideração, nas suas decisões de investimentos, os fatores *ESG*. É expressamente aderente aos princípios de investimento responsável (*Principles for Responsible Investment*) promovidos pela Organização das Nações Unidas³⁶². Além disso, de modo semelhante ao NBIM, da Noruega, a CPPIB exerce seus direitos de acionista com transparência, mediante a submissão a diretrizes estabelecidas nos *Proxy Voting Principles and Guidelines*, que tratam

³⁵⁸ Cf. <http://www.cppib.com/en/our-performance/cpp-sustainability.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁵⁹ Existe, no entanto, uma classe de investimentos de curto prazo (horizonte inferior a seis meses), denominada *Short Horizon Alpha*.

³⁶⁰ Tradução livre do inglês: “By investing for the next quarter century, not the next quarter, we can make investments that others can’t”. Cf. <http://www.cppib.com/en/how-we-invest/compare-overview/long-horizon.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁶¹ Cf. <http://www.cppib.com/en/how-we-invest/compare-overview/total-portfolio.html>. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁶² Cf. <http://www.cppib.com/en/how-we-invest/responsible-invest-approach.html>. V. também <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>. Consulta a ambos em 12 ago. 2013.

de temas como a remuneração de executivos, os princípios de governança corporativa e outros temas, e a divulgação de suas posições antes mesmo das assembleias de acionistas³⁶³.

Relativamente aos *controles externos e internos*, a estrutura da CPPIB também é bastante desenvolvida. Além da já mencionada obrigação de publicação dos relatórios anuais e trimestrais³⁶⁴, a CPPIB instituiu, logo na sua criação, o prefalado Comitê de Auditoria, encarregado, segundo o *Canada Pension Plan Investment Board Act*, das atividades de controle interno e *compliance*, exigindo-se, ainda, a contratação de auditor externo independente, com amplo acesso aos documentos e funcionários do CPPIB, que elabora relatórios anuais. A cada seis anos, no máximo, o Ministro das Finanças determina a realização de um exame especial dos sistemas e práticas financeiros e contábeis do Fundo. Caso necessário, o Ministro das Finanças do Canadá ainda pode determinar, em qualquer tempo, uma auditoria externa especial, às expensas da CPPIB. E, por fim, o Gabinete do Atuário-Geral do Canadá produz relatório atuarial do CPP, submetido à consideração tanto do Ministro das Finanças do Canadá como dos seus correlatos em cada uma das províncias participantes.

A CPPIB conta, ainda, com um detalhado código de ética, que inclui, por exemplo, rígidos controles sobre os investimentos pessoais dos diretores e empregados e um dever de informar às autoridades superiores qualquer tentativa de interferência política nas decisões de investimentos, dentre outras previsões, o que reforça o objetivo de independência em relação ao governo³⁶⁵.

3.2.9 Chile

O Governo do Chile constituiu dois fundos soberanos: o *Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES)* e o *Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)*, que compartilham praticamente todas as relativamente simples estruturas organizacionais e de governança. Em dezembro de 2012, o FEES possuía ativos da ordem de quatorze bilhões de dólares, ao passo

³⁶³

Disponíveis em http://www.cppib.com/content/dam/cppib/How%20we%20invest/Responsible%20Investing/Proxy%20Voting/Proxy_Voting_Principles_and_Guidelines.pdf. Acesso em: 12 ago. 2013.

³⁶⁴ Cf. YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

³⁶⁵ YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008, p. 15. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013. O código de ética do CPPIB está Disponível em: http://www.cppib.com/content/dam/cppib/Who%20we%20Are/Governance/Policies/2013/2013%20ENG/Code_of_Conduct.pdf. Acesso em: 12 ago. 2013.

que o FRP tinha quase seis bilhões de dólares em ativos³⁶⁶. Ambos os fundos foram previstos na Lei nº 20.128, de 2006, a Lei de Responsabilidade Fiscal chilena, que estabeleceu normas para a acumulação, administração e operação dos superávits decorrentes da aplicação das regras de ajuste fiscal então editadas.

As receitas dos Fundos são estabelecidas também na Lei de Responsabilidade Fiscal do Chile. O FRP recebe, anualmente e sempre no primeiro semestre, um aporte do superávit fiscal efetivo do ano anterior, nos percentuais mínimo e máximo de 0,2% (dois décimos por cento) e 0,5% (cinco décimos por cento). O FEES recebe o saldo positivo após a dedução do aporte ao FRP (caso o superávit seja superior a 0,5%), das amortizações da dívida pública e de aportes antecipados durante o ano fiscal anterior³⁶⁷.

De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, o FEES e o FRP pertencem ao Fisco do Chile e a Tesouraria Geral é a titular dos respectivos recursos, de modo que não há estruturas específicas ou pessoas jurídicas especialmente constituídas para a administração dos fundos. As decisões de administração e investimento dos fundos compete ao Ministro da Fazenda, que, no entanto, é legalmente autorizado a outorgá-los a administradores externos – diante disso, a missão foi confiada, por força do Decreto Supremo (DS) nº 1.383, de 2006, do Ministério da Fazenda, ao Banco Central do Chile (BCCh), na qualidade de *Agente Fiscal*, podendo este, por sua vez, delegar a gestores externos e contratar agentes de custódia dos ativos administrados³⁶⁸. De acordo com as informações prestadas pelo próprio Ministério da Fazenda, a escolha do BCCh se deu em virtude de seu prestígio e experiência na gestão de reservas internacionais. É bem de ver, ademais, que, na estrutura administrativa do Governo chileno, o Banco Central atua de forma independente na condução da política monetária³⁶⁹.

³⁶⁶ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 8. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁶⁷ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 13. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁶⁸ Atualmente, o custodiante dos investimentos do FEES e do FRP é o J.P. MORGAN CHASE BANK N.A., selecionado pelo BCCh mediante procedimento de licitação internacional. Além da custódia, cumpre-lhe também calcular a rentabilidade dos fundos e monitorar o cumprimento dos limites de investimentos, entre outras tarefas de *middle office*. V. GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 16. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. V. também SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 579. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁶⁹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 15; 124. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014; SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales**

As diretrizes e estratégias de investimentos são definidas pelo Ministro da Fazenda, cabendo ao BCCh e, conforme o caso, os administradores externos cumprir os *mandatos* deles decorrentes, o que fazem com total independência³⁷⁰. O Ministro da Fazenda é assessorado por um Comitê Financeiro, criado pelo Decreto Supremo (DS) nº 621, de 2007, do Ministério da Fazenda, e composto por profissionais e acadêmicos de experiência na área, com o suporte de unidade específica do Ministério. As recomendações do Comitê não são vinculativas para o Ministro da Fazenda, que, no entanto, responde politicamente em nome do Estado chileno³⁷¹. Cada um dos fundos têm seu *portfolio* e sua estratégia de investimentos definidos segundo seus objetivos, ou seja, conforme a destinação dos respectivos recursos, como se descreverá adiante.

O Governo do Chile expressa formalmente seu compromisso com a adoção das melhores práticas para os fundos soberanos, tanto na questão da transparência como na de governança – não por acaso, os *Princípios e Práticas Geralmente Aceitos para os Fundos Soberanos* são conhecidos como os *Princípios de Santiago*. O Chile integra, inclusive, o Foro Internacional de Fundos Soberanos (*International Forum of Sovereign Wealth Funds – IFSWF*) e possui grau máximo, para o FEES e para o FRP, no índice de transparência do *SWF Institute*³⁷².

A legislação obriga os administradores externos e o custodiante a encaminhar relatórios periódicos ao BCCh. Este, por sua vez, envia ao Ministério da Fazenda e a Tesouraria Geral do Governo relatórios diários, mensais, trimestrais e anuais. A partir destes, o Ministério da Fazenda publica, em imprensa oficial e no respectivo sítio da *Internet*, relatórios mensais que sobre o retorno dos investimentos, tamanho e valor de mercado dos fundos, aportes, retiradas e composição das carteiras, além do relatório anual consolidado. O Comitê Financeiro também elabora relatórios anuais de suas atividades e recomendações

2012, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 581. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁷⁰ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 121. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁷¹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 121. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. V. também PARRADO, Eric. *Gobernanza y gestión de fondos soberanos: la experiencia chilena y los Principios de Santiago*. In SANTISO GUIMARAS, Javier (org.). **Las economías emergentes y el reequilíbrio global: retos y oportunidades para España**. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2012, p. 135. Disponível em: <http://www.fef.es>. Acesso em: 06 fev. 2014.

³⁷² GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 23. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. V. também <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. Acesso em: 28 jan. 2014.

(também disponíveis na *Internet*), remetidos ao Ministro da Fazenda, às Comissões de Fazenda do Senado e da Câmara de Deputados do Chile e, ainda, à Comissão Especial de Orçamentos³⁷³.

No que diz respeito aos mecanismos de fiscalização e controle, as operações do FEES e do FRP são auditadas por auditores internos do Banco Central do Chile. Na qualidade de titular dos recursos, a Direção de Orçamentos Tesouraria Geral do Governo chileno elabora as demonstrações financeiras dos fundos soberanos de acordo com as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), que, por sua vez, são objeto de auditoria externa independente contratada. Por fim, a Controladoria Geral, entidade autônoma do Governo, é legalmente responsável pela auditoria das finanças públicas, o que inclui os fundos soberanos³⁷⁴.

De mencionar, ainda, a subordinação das autoridades e dos demais agentes públicos que atuam junto aos fundos soberanos às normas da lei chilena quanto à conduta ética e profissional. Adicionalmente, o pessoal do BCCh se subordina ao Manual de Probidade e Valores Institucionais da instituição³⁷⁵, a disciplinar, dentre outros assuntos, a questão dos potenciais conflitos de interesses. Os membros do Comitê Financeiro também são vinculados a padrões éticos definidos na legislação de regência do órgão – não podem, por exemplo, basear suas recomendações em informações que não sejam de domínio público e nem participar de debates ou votações em que tenham potencial interesse³⁷⁶ –, assim como os funcionários e assessores do Ministério da Fazenda, também adotantes de código interno de

³⁷³ SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 584. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014; PARRADO, Eric. Gobernanza y gestión de fondos soberanos: la experiencia chilena y los Principios de Santiago. In SANTISO GUIMARAS, Javier (org.). **Las economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España**. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2012, p. 136-137. Disponível em: <http://www.fef.es>. Acesso em: 06 fev. 2014.

³⁷⁴ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 120-123. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁷⁵ Disponível em: http://www.bcentral.cl/transparencia/pdf/Manual_probidad/Manualdeprobidad.pdf. Acesso em: 09 fev. 2014.

³⁷⁶ Os integrantes do Comitê Financeiro são, inclusive, obrigados a prestar declaração de interesses ao assumir suas funções. V. SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 581. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

ética³⁷⁷. Admite-se que sejam aderentes a outros códigos de ética profissional, como os relacionados com certificações profissionais³⁷⁸.

3.2.9.1 O *Fondo de Estabilización Económica y Social* (FEES)

O FEES, instituído pelo Decreto com Força de Lei (DFL) nº 1, de 2006, do Ministério da Fazenda, foi criado com o objetivo de financiar déficits fiscais gerados em períodos de baixo crescimento econômico e/ou de baixo preço do cobre – principal *commodity* produzida no Chile – no mercado internacional, mas também pode destinar-se à amortização da dívida pública ou à consecução dos aportes regulares ou extraordinários ao FRP³⁷⁹.

Para reduzir a flutuação dos gastos governamentais produzidos pelos ciclos econômicos, seus recursos são investidos com vistas à maximização. No entanto, a sua vocação para o custeio de medidas anticíclicas nos momentos oportunos³⁸⁰ ocasiona grande *aversão ao risco*, que se reflete na adoção de um *portfolio* de investimentos de alta liquidez, baixo risco de crédito e baixa volatilidade: o fundo não pode incorrer em perdas significativas.

Os investimentos são inteiramente geridos pelo BCCh. A carteira de investimentos do FEES é conservadora e não inclui investimentos no mercado interno. Divide-se, por classe de ativos, da seguinte forma: 66,6% (sessenta e seis inteiros e seis décimos por cento) compõem-se de títulos públicos soberanos, emitidos por Governos estrangeiros; 29,5% (vinte e nove inteiros e cinco décimos por cento) em instrumentos mercado de câmbio (em dólares norte-americanos, euros e ienes), e 3,5% (três inteiros e cinco décimos por cento) em títulos públicos indexados pela inflação, emitidos pelo Tesouro dos EUA³⁸¹. São praticamente os mesmos percentuais alocativos da carteira de referência (*benchmark*), composta por índices

³⁷⁷ V. <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/5450>. Acesso em: 09 fev. 2014.

³⁷⁸ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 123; 126. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁷⁹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 12. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. V. também SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 577. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸⁰ Como, por exemplo, por ocasião da já mencionada crise financeira internacional dos *subprimes*. A respeito, v. PARRADO, Eric. Gobernanza y gestión de fondos soberanos: la experiencia chilena y los Principios de Santiago. In SANTISO GUIMARAS, Javier (org.). **Las economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España**. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2012, p. 138-140. Disponível em: <http://www.fef.es>. Acesso em: 06 fev. 2014.

³⁸¹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 9; 33. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

internacionais como, por exemplo, o *Merril Lynch Treasury Bills Index* para o mercado de câmbio e o *Barclays Capital Global Treasury* (este segmentado em EUA, Alemanha e Japão) para os títulos soberanos, dentre outros. Em 2012, a rentabilidade líquida do FEES foi de 1,02% (um inteiro e dois centésimos por cento), sete pontos-base abaixo do *benchmark*³⁸².

O FEES se expõe a baixíssimo risco de crédito. Cerca de 85% (oitenta e cinco por cento) dos investimentos são concentrados em *risco soberano*, isto é, em investimentos passivos em títulos públicos emitidos pelos Tesouros dos EUA, Alemanha e Japão; os 15% (quinze por cento) restantes estão em depósitos a prazo em bancos avaliados como de baixo risco (de AAA a A-). Limita-se a exposição creditícia por emissor bancário: até 3% do *portfolio* em classe AAA, até 2% da classe AA+ à classe AA- e até 1,5% da classe A+ à classe A-³⁸³.

3.2.9.2 O Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)

O FRP foi criado pela própria Lei de Responsabilidade Fiscal do Chile e tem como finalidade a complementação do financiamento das obrigações previdenciárias do Estado chileno. Como antes mencionado, suas receitas advêm de parcela do superávit fiscal chileno, em percentuais correspondentes a 0,2% (dois décimos por cento) a 0,5% (cinco décimos por cento) do PIB. Tais aportes, no entanto, serão suspensos quando o FRP atingir patrimônio correspondente a 900 (novecentos) milhões de *Unidades de Fomento*, indexador de variação diária: em fevereiro de 2014, corresponderia a mais de 21 (vinte e um) trilhões de pesos chilenos e a quase 38 (trinta e oito) milhões de dólares norteamericanos.

Os recursos do FRP devem ser exclusivamente utilizados para a complementação do pagamento de obrigações previdenciárias. Até 2016, pode ser gasto anualmente, mediante recomposição, o valor máximo correspondente à rentabilidade do fundo no ano anterior (mas, desde 2007, não houve qualquer retirada³⁸⁴); a partir de então, o limite máximo passa a ser um terço da diferença entre o gasto com benefícios do ano respectivo e as despesas de 2008, ajustadas pela inflação do período. A partir de setembro de 2021, o FRP será extinto quando seu desembolso restar inferior a 5% (cinco por cento) da soma do gasto em garantia estatal

³⁸² GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 33-38. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸³ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 39-44. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸⁴ Cf. Quadro 16 em GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 49. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

dos benefícios de aposentadoria e de invalidez e os aportes solidários determinados pela lei orçamentária do respectivo ano³⁸⁵.

Em virtude do tamanho, da natureza e da extensão no tempo de suas obrigações, o horizonte de investimentos do FRP é de longo prazo. Historicamente, a tolerância do FRP ao risco vinha sendo conservadora, mas o Comitê de Investimentos já havia recomendado uma readequação de perfil, providência que foi postergada em virtude da crise dos *suprimes*. Desde 2011, considera-se que seu perfil é moderado³⁸⁶.

Sua carteira de investimentos compõe-se: em sua maioria, de títulos soberanos e outros ativos com eles relacionados (46%); de bônus corporativos de empresas classificadas como de baixo risco de crédito, em mercados desenvolvidos (20,4%); de títulos soberanos indexados à inflação (17,5%), e de ações (16,2%), majoritariamente em mercados dos EUA e Europa, mas também com alguma participação em mercados emergentes na Ásia, na América Latina e na África³⁸⁷. Também não há investimento de recursos do FRP no mercado interno³⁸⁸. Os investimentos em ações são sempre passivos, isto é, voltados ao acompanhamento de um índice predefinido.

A exemplo do que se dá com o FEES, os investimentos do FRP procuram acompanhar uma carteira referencial (*benchmark*), da qual perdeu, em 2012, por 89 (oitenta e nove) pontos base, o que, segundo relatório oficial, deveu-se à implementação de nova política mais arrojada de investimentos. Sua rentabilidade líquida em 2012, no entanto, foi de relevantes 4,87% (quatro inteiros e oitenta e sete centésimos por cento).

Considerando que o BCCh não possuía *expertise* nos investimentos em títulos privados e ações, a instituição manteve-se apenas na administração direta dos investimentos

³⁸⁵ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 13. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. V. também SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 575-576. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸⁶ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 47. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸⁷ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 9; 53. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁸⁸ Assinale-se, no entanto, que o Decreto Supremo nº 1.382, do Ministério da Fazenda, autoriza investimentos locais do FRP. Credita-se a opção pelos investimentos no exterior ao aproveitamento da *expertise* do Banco Central chileno. A respeito, v. SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 582. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

com risco de crédito soberano, delegando a administradores externos – selecionados mediante processo de licitação internacional – a gestão dos investimentos com risco privado.

As aplicações financeiras admitem depósitos a prazo em instituições financeiras e contratos a termo (*forwards*). No entanto, submetem-se a limites qualitativos – a mínima classificação de risco de crédito admissível para as instituições financeiras é AA- – e quantitativos – os depósitos a prazo são limitados por emissor, a apenas 20% (vinte por cento) da carteira confiada ao BCCh e 10% (dez por cento) para cada administrador externo; os contratos a termo, por sua vez, limitam-se a 1% (um por cento) da carteira do administrador, seja externo ou o próprio BCCh³⁸⁹.

Os investimentos do FRP em ações e títulos corporativos abrem espaço para o debate acerca de seu caráter regulatório, ou melhor, da consideração das questões de ESG no processo de tomada de decisão alocativa – CAMILA SAFFIRIO sugere, inclusive, a adoção de parâmetros de investimento responsável utilizados pelo *Government Pension Fund – Global (GPF)* da Noruega³⁹⁰. No entanto, ao que parece, o tema ainda não foi objeto de maiores reflexões no Chile – decerto por conta da pequena experiência nos investimentos em crédito privado e, em especial, em renda variável, o Ministério da Fazenda chileno, até o momento, vem adotando uma estratégia de neutralidade, optando por não interferir nas decisões assembleares dos acionistas das companhias em que investe. *Verbis*:

“Em 2012, pela primeira vez, um dos dois fundos soberanos chilenos, o FRP, adquiriu investimentos em ações. Não obstante, dado que tais investimentos são de caráter passivo, já que devem sujeitar-se a um *benchmark* previamente estabelecido, e considerando o pequeno tamanho desses investimentos, o Ministério da Fazenda decidiu seguir uma estratégia neutral em relação aos direitos de voto em tais investimentos.”³⁹¹

3.3 Análise geral

A descrição dos fundos soberanos acima referidos permite a comparação entre eles. Para tanto, as características específicas em que serão contratados são aquelas que podem ser

³⁸⁹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 47-58. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁹⁰ SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 583. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

³⁹¹ GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013, p. 126. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014. Tradução livre do espanhol: “Em 2012 por primera vez uno de los dos fondos soberanos chilenos, el FRP, adquirió inversiones en acciones. No obstante, dado que estas inversiones son de carácter pasivo, ya que deben sujetarse a un benchmark previamente establecido, y considerando el pequeño tamaño de estas inversiones, el Ministerio de la Hacienda decidió seguir una estrategia neutral en relación a los derechos de voto en tales inversiones”.

consideradas como fundamentais para o desenho institucional de uma entidade estatal de investimentos. Por outro lado, a heterogeneidade dos fundos soberanos dá margem a dúvidas quanto à possibilidade de haver ou não *um único* desenho ideal. O Fundo Monetário Internacional (FMI) classifica os fundos soberanos de acordo com seus objetivos, da seguinte forma:

“[...] (i) *fundos de estabilização*, cujo objetivo primário é o de isolar o orçamento e a economia contra variações sensíveis nos preços de *commodities* (normalmente, petróleo); (ii) *fundos de poupança* para gerações futuras, que buscam converter ativos não renováveis em um *portfolio* mais diversificado e mitigar os efeitos da doença holandesa; (iii) *companhias de investimentos de reservas*, cujos ativos normalmente ainda são considerados como reservas nacionais, criadas para maximizar o retorno dessas reservas; (iv) *fundos de desenvolvimento*, que tipicamente auxiliam no financiamento de projetos socioeconômicos ou promovem políticas industriais que podem elevar o potencial de crescimento do país; e (v) *fundos de reserva de contingência de pensões*, que proveem recursos (de fontes outras que as contribuições individuais) para obrigações previdenciárias não especificadas nas folhas de pagamentos governamentais.”³⁹²

Nada impede que os objetivos dos fundos soberanos combinem várias dessas finalidades³⁹³, mas, em geral, existe um objetivo primordial. Os fundos integrantes da amostra colhida para este estudo podem ser agrupados desta maneira:

- *fundos de estabilização*: GPFG (Noruega), FEES (Chile) e NPRF (Irlanda);
- *fundo de poupança*: ADIA (Abu Dhabi) e APFC (Alasca/EUA);
- *companhia de investimento de reservas*: CIC (China);
- *fundos de reserva de contingência de pensões*: GPFN (Noruega), FRR (França), NPRF (Irlanda); GPIF (Japão), CPP (Canadá) e FRP (Chile).

O NPRF irlandês, como se nota, se inclui em duas categorias, na medida em que os ativos integrantes do *portfolio discricionário* podem ser considerados para caracterização de

³⁹² INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda**. Fevereiro de 2008, p. 5. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2014. Tradução livre do inglês: “(i) *stabilization funds*, where the primary objective is to insulate the budget and the economy against commodity (usually oil) price swings; (ii) *savings funds* for future generations, which aim to convert nonrenewable assets into a more diversified portfolio of assets and mitigate the effects of Dutch disease; (iii) *reserve investment corporations*, whose assets are often still counted as reserve assets, and are established to increase the return of the reserves; (iv) *development funds*, which typically help fund socio-economic projects or promote industrial policies that might raise a country’s potential output growth; and (v) *contingent pension reserve funds*, which provide (from sources other than individual pensions contributions) for contingent unspecified pension liabilities on the government’s balance sheet”. V. também TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 118-125.

³⁹³ INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda**. Fevereiro de 2008, p. 6. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2014. V. também TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 123.

um fundo de reserva de contingência de pensões, mas os ativos sob *investimentos dirigidos* são evidentemente voltados à estabilização fiscal. Não há na amostra quaisquer *fundos de desenvolvimento*.

A classificação é importante porque, como se demonstrará, *o objetivo do fundo, ou seja, a destinação final dos recursos investidos é crucial para definir a estruturação dos investimentos*: o desenho institucional do órgão ou entidade incumbida dos investimentos financeiros, a operação de investimento em si, a tolerância ao risco financeiro e o grau de governança exigido são absolutamente dependentes da finalidade dos recursos aplicados e de seus respectivos rendimentos. Conforme ensina ANDREW ROZANOV, é a definição dos objetivos a serem colimados com o resultado dos investimentos que determinará a política de financiamento desses investimentos (*funding policy*), a política de alocação dos ativos (*asset allocation policy*), o risco financeiro tolerado e os limites orçamentários e, ainda, as demais restrições aos investimentos³⁹⁴. No mesmo sentido, é perfeita a síntese de CAMILA SAFFIRIO:

“O objetivo para o qual se cria um fundo soberano determina, em grande medida, sua política de investimentos. Assim, normalmente, aqueles fundos que perseguem finalidades de estabilização econômica têm horizontes de investimento mais curtos e uma ênfase maior na liquidez que, por exemplo, os fundos soberanos de poupança.”³⁹⁵

3.3.1 O órgão de administração superior e outras características de independência

Na medida em que interferem no desenho institucional dos fundos soberanos, os objetivos dos investimentos impactarão também no *grau de independência* desses fundos em relação aos governos. *Em tese*, seria possível afirmar que tendem a ser *menos* independentes os fundos mais imbricados com o orçamento governamental (como os fundos de estabilização e as companhias de investimentos de reservas), o que se veria, por exemplo, quando a sua *administração superior* – incumbida da definição das políticas e diretrizes de investimentos, bem como do monitoramento das equipes executiva e operacional – é confiada ao próprio

³⁹⁴ ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. *Revue d'Économie Financière (English ed.)*, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 283. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013.

³⁹⁵ SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. *Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012*, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012, p. 571. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014. Tradução livre do espanhol: “El objetivo para el cual se crea un fondo soberano determina, en gran medida, su política de inversión. Así, normalmente, aquellos fondos que persiguen finalidades de estabilización económica tienen horizontes de inversión más cortos y un mayor énfasis en la liquidez de sus inversiones que, por ejemplo, los fondos soberanos de ahorro”.

governo e não a um conselho de administração próprio ou órgão similar. Seria o caso, por exemplo, do GPFG (Noruega) e, em alguma medida, do NPRF irlandês, ao menos no que concerne aos *investimentos dirigidos*: em ambos os casos, as políticas e diretrizes de investimentos são formuladas pelos Ministros das Finanças de cada país. A afirmativa sugere que quando são constituídos órgãos colegiados de administração superior (*Board of Directors*, *Board of Supervisors* etc.), a tendência é a de que se observe maior autonomia em face do governo, o que se verificaria, por exemplo, no GPFN norueguês, no FRR (França), na APFC (Alasca) e na CPPIB (Canadá), além da gestão do *portfolio discricionário* do NPRF.

Existem, no entanto, exceções. Há casos em que mesmo a designação de um conselho superior não confere independência ao fundo, como é o caso da CIC chinesa, cujo conselho de administração – órgão comum nas legislações societárias mundo afora – é composto por membros do governo, sendo certo, ainda, que se trata de companhia cujo capital pertence integralmente à República Popular da China, de tal modo que o Estado atua decisivamente no rumo dos investimentos, através do exercício de seus direitos de acionista controlador. É semelhante a lógica da ADIA (Abu Dhabi): substituindo-se a figura do Partido Comunista pela monarquia, são diretas a participação e a interferência da família que comanda o emirado.

Ainda no campo das exceções, o GPIF (Japão), historicamente, sempre foi altamente subordinado ao governo nas suas decisões de investimento, mesmo sendo um fundo formalmente previdenciário com administração superior própria; inversamente, o FEES e o FRP chilenos, cujos ativos são geridos pelo Banco Central do Chile – que é independente – teriam maior autonomia, mesmo que sua política de investimentos seja determinada pelo Ministro da Fazenda.

Além disso, existem outros mecanismos de garantia de independência das entidades investidoras. A previsão de períodos fixos de permanência nos colegiados de administração superior³⁹⁶, observada no GPFN e no NPRF, por exemplo, seria uma delas. Outra alternativa, vista na composição da CPPIB e também da NPRF, é a proibição de que seus colegiados de administração superior sejam compostos por servidores ou empregados públicos ou integrantes do governo, o que, em tese, poderia submetê-los a maiores pressões governamentais; num meio-termo, o APFC, cujo órgão de administração superior possui,

³⁹⁶ A expressão, evidentemente, corresponderia ao uso do vocábulo *mandato* consagrado no Direito Administrativo brasileiro, que, no entanto, foi aqui evitado para evitar confusão com a acepção civilista, adotada ao longo do estudo (v. *supra*).

dentre os seis membros, dois integrantes do governo do Alasca, sendo que a eleição do respectivo presidente (*Chair*) é, estatutariamente, livre entre eles.

É compreensível a exigência, ao menos em tese, de maior independência, quando menos, de fundos de poupança ou de reserva para contingências previdenciárias. SAMUEL G. ASFAHA assinala que um dos mais comuns problemas no desenho institucional dos fundos nacionais de receitas (*National Revenue Funds – NRFs*) é a visão distorcida que o acúmulo de recursos pode causar, orientando a sua gestão em face das receitas e não das despesas. Nas palavras do autor, *verbis*:

“NRFs típicos requerem a poupança de um certo percentual de receitas de *commodity* para estabilização fiscal ou para as gerações futuras. E enquanto governos poderiam respeitar as regras dos NRFs reservando a parte necessária em um fundo de poupança ou de estabilização, também podem desafiar os objetivos do fundo ao continuar a gastar, mediante empréstimos e uso dos recursos disponíveis no fundo de poupança/estabilização como garantia. Como resultado, um país que possua um fundo de poupança poderia simultaneamente, e, de certo modo, paradoxalmente, acumular tanto poupança como débito. Gerações futuras poderiam, então, herdar débito e poupança simultaneamente. Com efeito, fundos de poupança que não restringem diretamente os gastos do governo em períodos de altos preços [das *commodities*] alcançam pouco ou nada em termos de acumulação líquida de recursos para estabilização fiscal e equidade intergeracional.”³⁹⁷

A criação de uma entidade administrativa própria para a gestão do fundo, distinta dos órgãos responsáveis pela despesa governamental e com administração própria, serve a essa finalidade quando logra êxito em extrair do alcance imediato destes últimos a decisão quanto aos investimentos e aos resgates, isolando a poupança pública para o atendimento de suas finalidades, definidas na legislação de regência e em seus estatutos. A administração independente do fundo soberano tende a conter a tentação do governo em utilizar os recursos antes da hora e, com isso, desobrigar-se da responsabilidade fiscal e do controle do gasto público.

Isso significa que mesmo os fundos de estabilização devem ser geridos com *algum* grau de independência do governo, ainda que seja menor que o dos fundos de poupança ou

³⁹⁷ ASFAHA, Samuel G. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 21. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013. Tradução livre do inglês: “Typical NRFs require a certain percentage of commodity revenues be saved either for fiscal stabilization objectives or for future generations. And while governments could respect the ‘words’ of NRF rules by putting aside the required share in a savings or stabilization fund, they can defy the fund’s objectives by continuing to spend, through borrowing and using the money available in a savings/stabilization fund as collateral. As a result, a country with a savings fund could simultaneously, and somewhat paradoxically, accumulate both savings and debt. Future generations would then inherit debt and savings simultaneously. In effect, saving funds that do not directly restrict government expenditures in periods of high prices achieve little to nothing in terms of accumulating net savings for fiscal stabilization and inter-generational equity.”

reserva previdenciária, sob pena de não atingir seus objetivos de assegurar recursos para medidas macroeconômicas anticíclicas em momentos de crise.

3.3.2 O órgão de direção executiva

A separação em níveis distintos de decisão é observável em todos os fundos soberanos da amostra: subordinado à administração superior está o *órgão de direção executiva*, incumbido da tomada de decisões operacionais e dos investimentos propriamente ditos. Tanto há casos de órgãos singulares – caso do GIPF (Japão), da ADIA (Abu Dhabi) e da APFC (Alasca/EUA), sem prejuízo da existência de órgãos auxiliares ou de assessoramento – como colegiados. Observa-se que, eventualmente, o diretor singular ou o presidente de corpo executivo (*managing director*, *executive director* ou *CEO*) também integra o órgão de administração superior (v.g., a ADIA).

É possível sustentar que a separação entre a administração superior e o órgão de direção executiva é justificada pela especialização de funções e pela instituição de uma instância de supervisão. Com efeito, a execução das operações de investimentos deve estar adequada às políticas e diretrizes estabelecidas para tanto, o que demanda a segregação das funções para maior agilidade e melhor controle de eficiência.

A agilidade da decisão de investimento pressupõe a existência de autonomia do órgão executivo, ao qual se deve conferir margem de manobra relativamente ampla, desde que compatível com os princípios e diretrizes de investimentos definidos pela administração superior. A autonomia do órgão executivo é, em tese, maior quando os diretores exercem mandatos por períodos fixos.

À primeira vista, pareceria conflitante com a ideia de autonomia a atribuição da direção executiva de fundos soberanos aos bancos centrais, como acontece com o GPFG norueguês e com os fundos soberanos chilenos (FEES e FRP). No entanto, quando a estrutura político-administrativa do país concebe a independência de seu banco central – que, salvo melhor juízo, se dá tanto na Noruega como no Chile –, a autonomia dos investimentos estará assegurada. Demais disso, em ambos os casos também existe fundamento técnico para o exercício da função pelos bancos centrais, qual seja, a especialização do NBIM (braço de investimentos do *Norges Bank*) e do BCCh para investimentos internacionais (ainda que, neste último caso, se restringisse às operações com títulos públicos soberanos).

Também se observa, dentro da lógica da especialização funcional, a obrigação de qualificação técnica de todos ou, pelo menos, de parte dos integrantes dos órgãos de direção

executiva: é usual que sejam especialistas em finanças, economia, gestão de negócios ou áreas afins, com experiência profissional e/ou acadêmica. Todos os fundos soberanos da amostra, em maior ou menor medida, o exigem e a maior parte, por lei ou estatuto, tem até a própria administração superior formada obrigatória ou preferencialmente por indivíduos qualificados nas áreas de conhecimento pertinentes. De todo modo, a exigência parece suprida quando as instâncias decisórias são municiadas por órgãos consultivos tecnicamente qualificados.

3.3.3. O processo decisório de investimento

Nessa toada, é de se observar que todos os fundos soberanos pesquisados contam com um *comitê de investimentos* ou órgão similar, incumbido de analisar as condições macroeconômicas, desenhar cenários e propor estratégias de investimentos de curto, médio e longo prazos, assessorando diretamente a direção executiva e permitindo a esta que submeta à administração superior propostas para a formulação ou a alteração de políticas de investimentos. Os comitês de investimentos são compostos por integrantes da estrutura administrativa do fundo soberano, exclusivamente por indivíduos estranhos aos seus quadros ou a sua composição os mescla. Eventualmente, os fundos soberanos também contam, paralelamente, com consultorias externas independentes, especialmente para os investimentos em setores nos quais possuem menos conhecimento, como nos mercados emergentes.

Como se nota, o macroplanejamento dos investimentos financeiros dos fundos soberanos não se dá unicamente “de cima para baixo”: usualmente, decorre de proposta do órgão executivo, que se municia do assessoramento do comitê de investimentos ou órgão análogo, cuja ação, por sua vez, leva em conta a ação dos órgãos operacionais de investimentos e os resultados por eles atingidos.

A decisão de investimento, no entanto, cabe sempre ao órgão executivo, que, se não está vinculado às orientações do comitê de investimentos, é funcional e, às vezes, politicamente responsável pela decisão.

3.3.4 O perfil de investimentos e a sua gestão

A amostra analisada atesta que, como ponto comum entre todos os fundos soberanos, a *diversificação* dos investimentos em várias classes de ativos é uma ferramenta difundida para a mitigação dos riscos. Por outro lado, os objetivos de cada fundo soberano são

fundamentais, mais uma vez, para a definição do respectivo perfil de investimentos e do consequente grau de exposição a risco financeiro admitido.

Identifica-se, nesse sentido, uma tendência maior dos fundos soberanos à adoção de perfis mais arrojados ou até mesmo agressivos de investimento, majoritariamente alocados no segmento de renda variável (ações) e a adoção de estratégias *ativas* (que buscam superar índices de referência preestabelecidos), mesmo nos casos de fundos que se autointitulam *moderados*, como é o caso do GPFG norueguês. São investimentos que exibem, em regra, menor liquidez e, portanto, são mais adequados aos horizontes de longo prazo, revelando maior tolerância a risco.

Por conseguinte, os fundos em que existe a perspectiva de desembolso no curto ou médio prazo tendem a optar por estratégias mais conservadoras. A perspectiva pode decorrer de diversos fatores, como o desequilíbrio das contas públicas ou mesmo a maior sujeição da economia interna a efeitos das circunstâncias macroeconômicas mundiais. O FRR francês, o GPIF do Japão e o FEES chileno são exemplos nos quais o desembolso já ocorre ou é considerado como mais próximo de ocorrer do que noutros casos, têm perfis mais conservadores, com maior concentração dos investimentos nos instrumentos de renda fixa. Assinalem-se, como situações intermediárias, o FRP, também do Chile, que se encontra em fase de modificação do seu perfil para um mais arrojado, e o NPRF, cujo perfil moderado do *portfolio discricionário* serviria, de alguma forma, a equilibrar o alto risco dos *investimentos dirigidos*, concentrados em ações de bancos estatais irlandeses.

Como nota característica, destaca-se também a maior tendência aos investimentos externos. A maioria dos fundos soberanos analisados não investe no mercado interno, providência que evita o carregamento do risco sistêmico de suas próprias economias. De fato, não faria sentido, sobretudo para os fundos que se destinam a cobrir gastos governamentais com medidas econômicas anticíclicas, aplicar seus recursos em ativos submetidos aos ciclos econômicos que pretenderiam enfrentar. As exceções ficam por conta do FRR, que admite investimentos no mercado interno e, sobretudo, do GPIF, que tem 62% (sessenta e dois por cento) da carteira aplicados em títulos domésticos públicos e privado. Outro caso atípico é o do APFC, do Alasca, unicamente em virtude da circunstância de não ser um fundo *nacional*, mas *estadual*, o que permite considerar que suas aplicações em ações domésticas e títulos do governo federal norteamericano não importarão, necessariamente, a assunção do próprio risco sistêmico da economia daquela unidade federada.

A gestão dos investimentos, em todos os fundos soberanos analisados, é, quando menos, parcialmente confiada a gestores externos (no mínimo, quanto ao segmento de renda

variável), escolhidos sempre por meio de licitações internacionais ou outros processos seletivos minuciosos. A opção entre gestão dos investimentos *in-house* ou terceirizada impõe o balanceamento entre os custos – menores na primeira hipótese, em que não se paga taxa de administração ou de *performance* ao gestor externo – e a necessidade de especialização, sobretudo nos investimentos mais sofisticados como as operações de *hedge*, os derivativos e os investimentos em mercados emergentes. Fundos soberanos com estruturas organizacionais maiores e com grande escala de investimentos, como a CIC (China), procedem a um movimento de *internalização* da gestão dos investimentos.

3.3.5 Investimento responsável

Parte considerável da amostra é aderente aos *Princípios de Investimento Responsável* da ONU, incorporando considerações sociais, ambientais e de governança corporativa (*ESG*) nos processos de formulação das políticas de investimento e de tomada de decisões de investimento em si mesmas, como é o caso dos fundos noruegueses, do FRR francês, do NPRF da Irlanda e da CPPIB (Canadá). Como se pode observar, são questões que dizem com o comportamento socioambiental e corporativo das companhias em cujas ações os fundos soberanos investem, de tal modo que terão menor ou mesmo nenhuma relevância no que concerne aos investimentos em renda fixa³⁹⁸, o que explica o não engajamento de fundos com perfil de investimento marcadamente conservador, como o FEES e o FRP³⁹⁹.

De todo modo, mesmo os fundos soberanos que não são expressamente aderentes a princípios de investimento responsável consignam em seus regulamentos o compromisso com as melhores práticas de governança corporativa, especialmente no que diz com a observância dos direitos dos acionistas minoritários. Isso não significa, contudo, qualquer propósito de interferência nos rumos das companhias em cujo capital os fundos investem – pelo contrário, há clara tendência de neutralidade. Ademais, também é recorrente a postura de transparência e prévia divulgação de seus votos e da manifestação dos interesses postulados, com o fito de oferecer segurança aos demais investidores e ao mercado em geral.

A preocupação com a confiança dos mercados, aliás, é um dos principais pontos dos *Princípios de Santiago*, formulados em virtude da desconfiança global em torno dos fundos soberanos. Com efeito, a ampliação dos investimentos globais dos fundos soberanos nas

³⁹⁸ Contudo, não é impossível cogitar-se, por exemplo, que um fundo soberano não invista em títulos de renda fixa emitidos por companhias cuja responsabilidade socioambiental seja considerada baixa.

³⁹⁹ Mesmo assim, a mudança de perfil de investimentos do FRP que se observa contemporaneamente deve inserir os elementos ESG nas decisões de investimento, como anteriormente assinalado.

últimas décadas e, em especial, a partir do final da primeira década deste século XXI, despertou grande controvérsia sobre uma eventual orientação política, mais do que econômico-financeira, de suas aplicações, sobretudo em virtude do elevado grau de incerteza quanto aos montantes de seus ativos e quanto às suas diretrizes de investimentos. A possibilidade de causar turbulências nos mercados ou de interferir estrategicamente no controle de companhias de outros países, dentre outras possibilidades, gerou preocupações na comunidade internacional, levando alguns Estados a cogitar ou mesmo estabelecer legislações internas mais restritivas para os investimentos dos fundos soberanos⁴⁰⁰.

Assim foi que, de modo a dissipar a desconfiança internacional, o FMI (Fundo Monetário Internacional) constituiu o Grupo de Trabalho Internacional, formado por 26 (vinte e seis) países detentores de fundos soberanos, com observadores permanentes do Banco Mundial e da OCDE, dentre outros, que elaborou, em 2008, os *Princípios e Práticas Geralmente Aceitos (PPGA) para os Fundos Soberanos*, os mencionados *Princípios de Santiago*⁴⁰¹. Dentre eles, o Princípio nº 21 estabelece os parâmetros mínimos para o exercício, pelos fundos soberanos, de direitos de acionista:

“FRSs [Fundos de Riqueza Soberana] veem os direitos de acionista como um elemento fundamental para a valorização dos seus investimentos em ações. Se um FRS escolhe exercer seus direitos de acionista, deve fazê-lo de modo a que seja consistente com sua política de investimentos e proteja o valor financeiro dos seus investimentos. O FRS deve divulgar publicamente sua abordagem geral para as ações com direito a voto de companhias listadas em bolsa, inclusive quanto aos fatores-chave que guiam o exercício de seus direitos de acionista.”⁴⁰²

Nesse sentido, merecem registro as normas do GPIF (Japão) e da ADIA (Abu Dhabi), naquilo que expressamente vedam a interferência geopolítica de seus investimentos e determinam a sua condução de modo a não influenciar o mercado.

⁴⁰⁰ Sobre o debate internacional, confira-se a alentada exposição em TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 129 e seguintes.

⁴⁰¹ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

⁴⁰² INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments’ value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights”.

3.3.6 Gerenciamento de risco, *compliance* e mecanismos de controles internos e externos

A amostra aponta a existência de estruturas de *compliance* e gerenciamento de riscos em praticamente todos os fundos soberanos analisados – exceção feita aos fundos chilenos (FEES e FRP), que, no entanto, contarão com os sistemas de controle interno próprios do Banco Central do Chile.

Em geral, as ações de *compliance* são exercidas por setores dos próprios órgãos de operação dos investimentos que respondem, por sua vez, a Departamentos ou Comitês específicos – excetuado o GPIF japonês, no qual a tarefa é confiada ao próprio Comitê de Investimentos – que são diretamente vinculados à administração superior do fundo. A inexistência de relação de subordinação entre o órgão máximo de *compliance* e a direção executiva confere maior independência àquele, apto, então, a verificar também a conformidade da atuação dos diretores às normas de regência e às políticas e diretrizes definidas pela administração superior.

Todos os fundos soberanos pesquisados contam com estruturas de auditoria interna – eventualmente desempenhada pelos órgãos de *compliance* –, vinculadas diretamente à administração superior em vários casos (v.g., o NPRF irlandês, a CIC da China, a APFC do Alasca e a CPPIB canadense), pela mesma razão. Os fundos cujos investimentos são operados pelos Bancos Centrais, como o GPFG da Noruega e os fundos do Chile (FEES e FRP), os respectivos órgãos de auditoria interna exercem tais funções. Todos contratam auditorias externas independentes, por força de lei ou dos regulamentos próprios – que, usualmente, são as empresas mundialmente mais conhecidas do setor.

Ainda na seara dos controles internos, é importante destacar que todos os fundos analisados impõem a seus executivos e funcionários códigos de ética, que estabelecem deveres de confidencialidade quanto às informações obtidas no exercício de suas funções – ou até mesmo para não gerar vantagem indevida para o fundo (como no caso do FEES⁴⁰³), impedimentos e hipóteses caracterizadoras de conflitos de interesse – como, por exemplo, limitações ou dever de divulgação ampla de investimentos pessoais.

Outro mecanismo de controle interno merecedor de destaque é a existência de comissões, comitês ou outros órgãos de assessoramento à administração superior dos fundos soberanos para fins de definição da remuneração dos executivos. A crise econômica mundial iniciada em 2008 deixou sequelas graves no mercado financeiro e na comunidade

⁴⁰³ No FEES, o Comitê Financeiro não pode, na sua atividade consultiva, basear-se em informações que não sejam de domínio público. V. *supra*.

internacional como um todo, especialmente quanto ao risco moral inerente aos mecanismos de remuneração dos executivos, como o pagamento de bônus elevados, assegurado mesmo em casos de posterior quebra das instituições: identificou-se a existência de conflitos de interesse na sistemática de remuneração agressivamente atrelada à *performance*, que poderia, eventualmente, incentivar os executivos a assumir riscos maiores dos que os admitidos pelo perfil de investimento do fundo e por sua tolerância ao risco⁴⁰⁴. Por tais razões, alguns dos fundos soberanos estudados – como o GPFN (*rectius*, o *Folketrygdfondet*) norueguês, a CIC (China) e a CPPIB (Canadá) – estabeleceram políticas mais rígidas de controle da remuneração dos respectivos diretores executivos.

No que concerne aos órgãos ou instituições de controle externo, é de se ter em mente que, numa lógica fundada, simplificada, na separação tripartite de poderes, os fundos soberanos serão, em princípio, estruturas integrantes do Poder Executivo. Portanto, serão vinculados, subordinados ou, ao menos, supervisionados por órgãos da Administração Pública de cada Estado – com efeito, a maioria dos fundos soberanos pesquisados responde ao respectivo Ministério das Finanças ou equivalente (GPFN, CPPIB, FEES, FRP) – O GPIF responde ao Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-Estar do Japão – ou a outros órgãos administrativos, como o Departamento de Receitas (APFC) ou, no caso do FRR, as Inspetorias Gerais de Assuntos Sociais e de Finanças. Assinale-se que a CPPIB, como fundo previdenciário, também é fiscalizada pelo Atuário-Geral do Canadá.

É comum, ainda, que suas demonstrações financeiras sejam auditadas pelos órgãos governamentais de auditoria e controles internos, como as Auditorias-Gerais ou Controladorias-Gerais (GPFG, NPRF, FEES e FRP). Dois deles são expressamente submetidos a fiscalização parlamentar: o GPFG norueguês e a APFC do Alasca, que enviam relatórios periódicos aos Poder Legislativo. O FRR, dentre os estudados, é o único que tem suas contas fiscalizadas por órgão público independente de auditoria, o Tribunal de Contas francês.

Não parece haver, como antes afirmado, mecanismos de controle externo da ADIA (Abu Dhabi) e da CIC (China), o que sugere haver uma relação entre o grau de desenvolvimento da democracia no Estado e o nível de sofisticação dos mecanismos de controles externos dos fundos soberanos. O ponto será revisitado no Capítulo 5 desta tese.

⁴⁰⁴ V. por exemplo, a reportagem publicada na edição eletrônica do caderno *Economia & Negócios*, do jornal *O Estado de S. Paulo*, intitulada “Entenda a crise na AIG e a polêmica do pagamento dos bônus”, de 18.03.2009, Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,entenda-a-crise-na-aig-e-a-polemica-do-pagamento-dos-bonus,340966,0.htm>. Acesso em: 03 mar. 2014. V. também o infográfico “Entenda: a Grande Recessão”, da página eletrônica do jornal *O Globo*, Disponível em: <http://oglobo.globo.com/infograficos/crise-eua>. Acesso em: 03 mar. 2014.

É curioso notar, por fim – e ainda no contexto da democracia –, que não há, em princípio, previsão normativa ou regulamentar de ferramentas de participação nas decisões dos fundos soberanos estudados. Não se nega tratar-se de atividade altamente especializada, mas, para além dos mecanismos de transparência (v. abaixo), pouco ou nada existe quanto à disponibilização de meios participativos à população, como, por exemplo, consultas ou audiências públicas. Registrem-se, por outro lado, dois casos que exibem, por menor que seja, algum traço mais participativo: o FRR (França), que é um fundo previdenciário, tem a sua administração superior – o Conselho Supervisor – composto de forma paritária, com representantes dos beneficiários e dos trabalhadores; a CPPIB, por sua vez, tem o seu Conselho Diretor composto por representantes das províncias canadenses participantes. Pede-se vênia para desenvolvimento deste ponto no Capítulo 5, adiante.

3.3.7 Transparência

Impõe-se, neste tópico, assinalar que haverá, de fato, relação entre a transparência do fundo soberano e a democracia do Estado a que se vincula – assim é que, dos fundos soberanos da amostra que se submetem ao *Índice Linaburg-Maduell de Transparência*, do *SWF Institute*, a ADIA (Abu Dhabi) e a CIC (China) são os que exibem o menor grau de transparência. No entanto, a mesma avaliação é capaz de demonstrar que a relação não é absoluta.

Constata-se, de imediato, que a transparência é condição inelutável para transmitir confiabilidade ao mercado. Basicamente pelas mesmas razões apresentadas quanto à observância de princípios de governança corporativa, algum grau de publicidade quanto à política de investimentos, o valor dos ativos, as hipótese de aplicações e retiradas e as demonstrações financeiras, dentre outros dados relevantes, é indispensável para que os mercados globais não se fechem à entrada de investimentos dos fundos soberanos. Não foi por outra razão que vários dos Princípios de Santiago invocam diretamente o conceito de *public disclosure* (divulgação pública). *Verbi gratia*:

“PPGA 2º Princípio

O propósito da política do FRS [Fundo de Riqueza Soberana] deve ser claramente definido e publicamente divulgado.”⁴⁰⁵

“PPGA 4º Princípio

⁴⁰⁵ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed”.

Teve haver políticas, regras, procedimentos e acordos clara e publicamente divulgados em relação à abordagem geral do FRS das suas operações de financiamento, retirada e gasto.”⁴⁰⁶

“PPGA 15º Princípio

Operações e atividades dos FRS em países anfitriões devem ser conduzidos em conformidade com todas as exigências regulatórias e de publicidade aplicáveis dos países em que operarem”⁴⁰⁷.

Logo, a transparência não guardará relação unicamente com a democracia, mas com a própria viabilidade dos investimentos, o que justifica que mesmo os países em que se pode considerar a deficitária a democracia, atende-os fundos soberanos atenderão aos níveis de transparência minimamente necessários a lhes permitir investimentos em mercados desenvolvidos.

Desse modo, todos os fundos soberanos da amostra divulgam ao público – inclusive via *Internet* – relatórios anuais bastante detalhados, em que se podem observar o *portfolio* de investimentos, o desempenho em função dos índices referenciais (*benchmarks*), as demonstrações financeiras, os custos administrativos e outras informações. Em regra, a legislação de regência e seus regulamentos internos são igualmente disponibilizados, o que não se verifica, no entanto, no caso de Abu Dhabi e China, já referidos. Também é comum que sejam divulgados relatórios trimestrais de *performance* e de administração. Note-se que mesmo os fundos soberanos analisados que não são classificados segundo o *Índice Linaburg-Maduell* exibem alto grau de transparência, permitindo-se algum grau de controle social e, como neste caso, a pesquisa científica.

3.4 Considerações finais

Concluída a comparação entre os fundos soberanos escolhidos, o mapeamento das suas principais características e, em alguma medida, a sua relação com as condições econômicas e os regimes políticos de cada país permite uma espécie de *macrovisão* dos investimentos financeiros estatais, numa perspectiva global.

⁴⁰⁶ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles.** Oct. 2008, p. 9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF’s general approach to funding, withdrawal, and spending operations”.

⁴⁰⁷ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles.** Oct. 2008, p. 9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “SWF operations in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate”.

O próximo Capítulo terá, em substância, a mesma estrutura, mas se dedicará à análise de uma amostra de investimentos que, conquanto significativa por sua heterogeneidade, será consideravelmente menor e se concentrará em investimentos estatais efetuados por entes públicos *internos* do Brasil. A comparação entre as características das amostras externa e interna e definição indutiva de alguns parâmetros para os investimentos financeiros do Estado será uma das missões a cumprir no Capítulo 5.

4 EXPERIÊNCIAS BRASILEIRAS

4.1 Considerações iniciais

Neste Capítulo, serão analisadas estruturas de investimentos financeiros estatais criadas no Brasil. Apenas estes foram selecionados: o *Fundo Soberano do Brasil – FSB*, único do país até o momento, que será comparado aos demais fundos soberanos; os *regimes próprios de previdência social de servidores públicos*, em especial o *Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA*, em função da sua posição privilegiada quanto ao valor de ativos e ao grau de governança no universo dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos no país; e o *Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro – FETJ*, paradigmático no campo do custeio independente do Poder Judiciário no país. Como já assinalado, adotar-se-á a mesma metodologia descritiva do Capítulo anterior.

A amostra é sensivelmente menor que a colhida para a análise dos fundos soberanos. A razão é uma só: o tema dos investimentos financeiros estatais ainda é pouco desenvolvido no país, de modo que haveria pouca variação a justificar a menção a muitos fundos, que, afinal, tornaria o estudo apenas mais prolixo. Dessa forma, os exemplos adiante referidos, por sua heterogeneidade, construirão um panorama razoavelmente abrangente. Além disso, percebe-se que, a rigor, a única característica dentre as identificadas pelo FMI para os fundos soberanos que o RIOPREVIDÊNCIA e o FETJ não exibem é a possibilidade de aplicação em ativos financeiros estrangeiros⁴⁰⁸ - seriam algo como *fundos quase-soberanos*.

Em comum, os três fundos têm a circunstância de serem estruturas estatais incumbidas da gestão eficiente de recursos públicos destinados a finalidades específicas. Nos três casos, os recursos geridos por estruturas especializadas são geridos com vistas a exonerar o Tesouro do dispêndio de primeira ordem para o custeio de suas finalidades essenciais, seja por questões de responsabilidade fiscal (desde o controle das despesas até a limitação do endividamento público) seja como ferramenta de garantia de independência administrativa e financeira. Para todos, portanto, exsurge o dever de proceder aos investimentos financeiros desses recursos, o que faz dos exemplos dados – a União (como gestora do FSB), o RIOPREVIDÊNCIA e o Tribunal de Justiça (como gestor do FETJ) – *investidores institucionais*.

⁴⁰⁸ V. *supra*, Capítulo 1.

No entanto, as semelhanças praticamente param por aí. Cada um deles movimentava volumes de recursos públicos bem distintos e possui diferentes graus de governança e responsividade⁴⁰⁹, em virtude da destinação final desses recursos. Correlatamente, têm diferentes tolerâncias ao risco financeiro e perfis de investimento, submetendo-se a variados graus e instâncias de regulação normativa e de controle. Tantas e tão sensíveis particularidades permitem, salvo melhor juízo, desenhar um esquema bastante representativo das alternativas e possibilidades dos investimentos financeiros estatais atualmente existentes no Brasil.

4.2 Experiências nacionais selecionadas

4.2.1 O Fundo Soberano do Brasil (FSB)

O Fundo Soberano do Brasil – FSB, em termos patrimoniais, é relativamente menor que seus correspondentes mundo afora: seus ativos, no final do terceiro trimestre de 2013, correspondiam a R\$ 16.446.499.559,10 (dezesesseis bilhões quatrocentos e quarenta e seis milhões quatrocentos e noventa e nove mil quinhentos e cinquenta e nove reais e dez centavos). O aporte inicial do FSB foi feito em dezembro de 2008, mediante a emissão de títulos do Tesouro Nacional que totalizavam, a preços de mercado, R\$ 14.243.999.592,36 (quatorze bilhões duzentos e quarenta e três milhões novecentos e noventa e nove mil quinhentos e noventa e dois reais e trinta e seis centavos)⁴¹⁰.

O FSB foi criado pela Lei nº 11.887, de 24.12.2008, regulamentada pelo Decreto Federal nº 7.055, de 28.12.2009. De acordo com o art. 1º da indigitada lei federal, trata-se de um fundo especial financeiro e contábil, destinado aos seguintes objetivos:

- i) realização de investimentos em ativos no Brasil e no exterior;
- ii) formação de poupança pública;
- iii) mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos, e

⁴⁰⁹ Adote-se, para os fins deste estudo, o conceito de *responsividade* como o dever do administrador público de prestação de contas não apenas em razão da legalidade dos seus atos, mas também da sua *legitimidade democrática* (cf. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Considerações sobre a Lei de Responsabilidade Fiscal: Finanças Públicas Democráticas**. Com a colaboração de Silvio Freire de Moraes. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, P. 60).

⁴¹⁰ Cf. BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 4; 12. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

iv) fomento de projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

HELENO TAVEIRA TORRES e FELIPE DA CUNHA RODRIGUES noticiam que as primeiras discussões sobre um fundo soberano brasileiro se iniciaram em 2006, quando o país se tornou credor externo líquido, em decorrência da acumulação de grandes reservas cambiais, circunstância associada à apreciação do real, a descoberta das reservas de petróleo da região do pré-sal e a obtenção, pelo Estado brasileiro, do grau de investimento conferido pelas principais agências internacionais de classificação de risco. Na sua formulação primeira, o fundo soberano brasileiro serviria ao financiamento de empresas brasileiras no exterior⁴¹¹, postura que revela o intento do governo federal de estimular a formação de *campeões nacionais*, característica denotativa do *capitalismo de Estado*⁴¹². Porém, o rol de finalidades do FSB, conquanto ainda o admita – na medida em que permite o *fomento a projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior* –, tem escopo mais amplo.

Em sua redação atual, o art. 4º da Lei nº 11.887/08 prevê, como fontes de recursos do FSB:

- i) recursos do Tesouro Nacional correspondentes a dotações orçamentárias específicas, inclusive aquelas decorrentes de emissão de títulos da dívida pública;
- ii) ações de sociedade de economia mista federal que excedam o necessário para assegurar o controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial;
- iii) resultados das respectivas aplicações financeiras e
- iv) títulos da dívida pública mobiliária federal.⁴¹³

A administração superior do FSB é cometida pelo art. 6º da Lei nº 11.887/08 ao Conselho Deliberativo (CDFSB), a ser disciplinado por decreto presidencial, composto pelos Ministros de Estado da Fazenda e de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, que não são especificamente remunerados pela atividade. Com efeito, o Decreto nº 7.113, de 19.02.2010, instituiu o CDFSB e previu suas competências, que se misturam com as atribuições de órgão executivo dos investimentos: ao mesmo tempo que lhe cabe, por exemplo, aprovar metas de rentabilidade e definir limites de exposição a risco – característica própria da administração superior –, também é seu papel autorizar a aplicação

⁴¹¹ TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 285-286.

⁴¹² V. *supra*, Capítulo 1.

⁴¹³ Há diferença entre a recepção de recursos obtidos com a emissão de títulos públicos federais e a manutenção em carteira dos próprios títulos: na primeira hipótese, prevista em lei desde a redação original, admite-se que o Tesouro se endivide para capitalizar o FSB; na segunda, diversamente, o próprio FSB, como detentor dos títulos, é “credor” do Tesouro Nacional. Ambos os casos são criticáveis, como se verá adiante, no próximo Capítulo.

de recursos, atribuição própria de órgão executivo. No entanto, é importante assinalar o desenvolvimento institucional do Fundo Soberano brasileiro nos últimos anos, com o evidente aperfeiçoamento de suas estruturas de governança.

O CDFSB aprovou o respectivo regimento interno por intermédio de sua Resolução nº 1, de 17.09.2010, que, basicamente, reproduz disposições do Decreto nº 7.113/10, dispõe sobre as reuniões do Conselho e prevê as atribuições de sua Secretaria-Executiva. As funções de Secretaria-Executiva do CDFSB são desempenhadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), órgão do Ministério da Fazenda que já havia sido incumbido, pelo art. 2º do Decreto nº 7.055/09, das operações relacionadas com o objeto do FSB – dentre as quais se incluem as operações de investimentos – e o assessoramento do Ministério da Fazenda⁴¹⁴. Mais especificamente, a estrutura da STN contempla a existência da Coordenação-Geral do Fundo Soberano do Brasil (COFSB), que se divide na Gerência de Planejamento e Controle do FSB (GPLAC) e no Núcleo de Operações e Secretaria Executiva do FSB (NOPSE)⁴¹⁵, conforme previsto na Portaria STN nº 244/2012, que fixa o respectivo Regimento Interno.

De acordo com a legislação de regência, a STN, como Secretaria-Executiva, desempenha tarefas de apoio burocrático ao Conselho Deliberativo (cf. art. 5º do Regimento Interno do CDFSB) e operacional (relacionada com as operações de investimentos em si e o exercício dos direitos inerentes aos ativos do fundo, inclusive a aquisição e a alienação dos mesmos).

O art. 6º do Decreto nº 7.113/10 permite ao CDFSB criar câmara consultiva técnica, com funções de assessoramento. Através da Resolução CDFSB nº 11, de 28.06.2013, foi instituída a Câmara Consultiva Técnica propriamente dita (CCT), integrada por representantes do Ministério da Fazenda, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Bacen, com as atribuições de pronunciamento prévio sobre matérias de competência do Conselho Deliberativo, bem como a discussão e proposição de resoluções (art. 1º), que, numa perspectiva geral, podem ser reconhecidas como ações de *compliance*. A mesma Resolução CDFSB nº 11/13 criou a Câmara de Planejamento de Investimentos (CPLIN), com finalidade

⁴¹⁴ O FSB não possui quadro próprio. Assinale-se, no entanto, que a STN vem capacitando os servidores responsáveis pela gestão dos recursos financeiros do FSB no exterior, em processo contínuo (cf. TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 303.

⁴¹⁵ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. FUNDO SOBERANO DO BRASIL. **Relatório de Gestão – Exercício 2012**. Brasília: STN, 2013, p. 19. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_de_Gestao_Exercicio_2012_FSB.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

de proposição de estratégias de investimentos e do orçamento anual ao CDFSB. Na estrutura operacional do FSB, tanto a CCT como a CPLIN respondem diretamente ao Conselho Deliberativo⁴¹⁶.

As decisões de investimentos são tomadas pelo CDFSB, mediante proposta da CPLIN, que, previamente ao encaminhamento dessa proposta ao Conselho Deliberativo, ouve a CCT. Para tanto, a CPLIN tem a tarefa de monitorar o ambiente macroeconômico, para avaliar a necessidade de eventuais ajustes na composição das carteiras de investimentos e, *a posteriori*, monitora os resultados das aplicações, baseando-se sempre na *Política de Investimentos* do FSB. As operações propriamente ditas são realizadas pelo NOPSE, supracitado órgão da COFSB, que, por sua vez, integra a estrutura da Secretaria do Tesouro Nacional (cf. a Portaria STN nº 244/2012).

Os investimentos do FSB são orientados pela Política de Investimentos, aprovada no Anexo I da Resolução CDFSB nº 11/2013. Trata-se de documento bastante sucinto, que se fundamenta expressamente em quatro pilares: (i) a *estrutura de governança*, já descrita em síntese; (ii) as *Carteiras de Referência*; (iii) os *limites operacionais para a gestão do portfolio*; e (iv) os *mecanismos e metodologias de mensuração de resultados*⁴¹⁷.

As *Carteiras de Referência* são os parâmetros adotados para a alocação ótima dos recursos do FSB, de modo semelhante ao adotado pela maior parte dos fundos soberanos. Em função das várias finalidades do FSB e do nível de tolerância a riscos, há três modalidades:

- (i) a *Carteira de Referência Doméstica (CRD)*, parâmetro para aplicações financeiras no Brasil, que se refere aos ativos de renda fixa do *portfolio* do *Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização – FFIE* (v. abaixo);
- (ii) a *Carteira de Referência Internacional (CRI)*, parâmetro para os investimentos no exterior; e
- (iii) as *Carteiras Especiais (CE)*, referentes a parcelas do *portfolio* que recebem acompanhamento em separado, em razão da execução de políticas de governo compatíveis com as finalidades do FSB, subdivididas em:

⁴¹⁶ Conforme o esquema em BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. FUNDO SOBERANO DO BRASIL. **Relatório de Gestão – Exercício 2012**. Brasília: STN, 2013, p. 17. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_de_Gestao_Exercicio_2012_FSB.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

⁴¹⁷ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. FUNDO SOBERANO DO BRASIL. **Política de Investimentos (Anexo I da Resolução CDFSB nº 11)**. Brasília: STN, dezembro/2010, p. 3. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Politica_de_investimentos_do_FSB.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

- (a) *Carteira Especial 01*, relativa ao conjunto de ações integrantes do *portfolio* do FFIE (v. abaixo); e
- (b) *Carteira Especial 02*, concernente aos recursos depositados na Conta-Única do Tesouro Nacional, conforme o art. 4º, § 1º, da Lei nº 11.887/08.

Os chamados *limites operacionais* dizem com o monitoramento e a mitigação dos riscos financeiros do FSB, intimamente relacionados com a política de alçadas e competências: o CDFSB tem alçada *estratégica* de decisão, para aprovação das diretrizes gerais de investimento e outras diretrizes estratégicas; o nível de alçada *executivo* é textualmente conferido à CCT, que visa a garantir o alinhamento da execução da estratégia pela STN às diretrizes do CDFSB (muito embora pareça mais adequado compreender que não é uma esfera *executiva* de *decisão*, mas uma atribuição mais próxima do controle de conformidade ou *compliance*); por fim, o nível *operacional*, de cumprimento da política de investimentos, cabe à STN.

A mensuração dos resultados adota um conjunto integrado de indicadores, dentre os quais se destacam a *Rentabilidade Diferencial do Portfolio Real – RDPR* e a *Rentabilidade Diferencial do Portfolio Real em relação aos referenciais legais – RDPL*, aos quais são comparadas as *Carteiras Efetivas*, ou seja, as aplicações efetivamente realizadas. Assim se dá porque a Lei nº 11.887/08 estabelece como *benchmark* (indicador de referência) a *London Interbank Offered Rate (Libor)*⁴¹⁸ de 6 (seis meses), fixando-a como rentabilidade mínima estimada, por operação, para as aplicações dos recursos do FSB em ativos financeiros, ponderada pelo risco. O Decreto n.º 7.055/09, por sua vez, esclarece que a *Libor* será o *benchmark* para as aplicações financeiras no exterior, ao passo que, para as aplicações em ativos financeiros no país adotarão, como rentabilidade mínima estimada, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), definida pelo Conselho Monetário Nacional.

A rigor, as normas acima referidas são referenciais mínimos, de tal modo que o CDFSB pode e deve estabelecer *benchmarks* mais adequados e específicos para cada classe de ativos. Com efeito, a CRD, por exemplo, é uma carteira teórica que tem acompanhado os

⁴¹⁸ “A *Libor* é a taxa de juros interbancária do mercado de Londres, comumente utilizada nas operações internacionais de empréstimos realizadas entre instituições financeiras. Essa taxa é referência para a fixação dos juros que os bancos cobram de seus empréstimos, geralmente dentro de um horizonte de tempo de médio prazo (dois anos). As operações de repasses de recursos externos, conforme praticadas no Brasil, adotam a *Libor* como principal encargo financeiro de financiamento, sendo geralmente acrescida de um adicional de risco (*spread*). A taxa flutua no mercado de acordo com a conjuntura internacional.” (ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 87).

índices calculados pela ANBIMA para as aplicações em títulos públicos de renda fixa pré-fixados (IRF-M) e atrelados a índices de inflação, em especial o IPCA (IMA-B)⁴¹⁹.

As *Carteiras Efetivas* do FSB, a exemplo do que ocorre com as *Carteiras de Referência*, dividem-se em *Carteira Efetiva Doméstica (CED)*, *Carteira Efetiva Internacional (CEI)* e as *Carteiras Especiais 01 e 02 (CE01 e CE02)*. A Lei nº 11.887/08 determina que os investimentos e as inversões financeiras dos recursos componentes do FSB podem dar-se de duas formas, a saber: (i) aquisição de ativos financeiros externos, diretamente ou mediante aplicações em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal, ou (ii) aquisição de cotas de *Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização Multimercado Crédito Privado (FFIE)*, a ser instituído também por instituição financeira federal, tendo a União como cotista único⁴²⁰. Não há, atualmente, recursos do FSB aplicados no exterior, de modo que a CEI jamais foi constituída⁴²¹.

O FFIE, também instituído nos termos da Instrução CVM nº 409/2004, é o veículo de gestão da *Carteira Efetiva Doméstica*. É gerido pela subsidiária de *asset management* do Banco do Brasil (BB Gestão de Recursos DTVM S/A⁴²²). Consoante o seu regulamento⁴²³, o FFIE é um fundo de investimento multimercado – autorizado, pois, a investir em várias classes de ativos (renda fixa, renda variável etc.) – aberto, porém exclusivo para a União, como determinado em lei. Pode a investir em títulos públicos federais, operações compromissadas neles lastreados ou em ações de companhias abertas em que a União detenha a maioria do capital social votante, títulos de renda fixa emitidos por empresas públicas, sociedades de economia mista ou empresas integralmente privadas que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de classificação de risco, títulos de renda variável dessas mesmas empresas, investimentos estruturados (como os fundos de investimento imobiliário) e aplicações no exterior. Há limites expressos de concentração por

⁴¹⁹ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 16. Disponível em:

https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁴²⁰ Por tal razão, aliás, o regulamento do FFIE consigna expressamente a não incidência – *rectius*, a imunidade – das operações ao IRPJ e ao IOF.

⁴²¹ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 19. Disponível em:

https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁴²² O art. 6º, § 2º, da Lei nº 11.887/08, permite a contratação de instituições financeiras públicas federais para atuarem como agentes operadores do FSB. Atualmente, o único agente operador do Fundo é a BB Gestão de Recursos DTVM S/A.

⁴²³ Disponível em: <http://www.cvm.org.br>. Acesso em: 27 fev. 2014.

classe de ativo e por emissor de título, inexistindo permissivo para aplicações de *hedge* ou alavancagem.

A Carteira Especial 01 é composta por ações ordinárias do Banco do Brasil e corresponde a aproximadamente 17% (dezessete por cento) dos ativos do FSB e também é gerida por meio do FFIE⁴²⁴. Foi instituída em 2010, após deliberação em Assembleia Geral Extraordinária do FFIE no sentido de realizar aporte de capital no BB, mediante participação em oferta pública de ações que, por seu turno, foi realizada com o objetivo de capitalizar a instituição financeira para ampliar a oferta de crédito no mercado e adquirir o controle de outras instituições financeiras como a Nossa Caixa (SP) e o Banco Patagônia (Argentina)⁴²⁵.

Ainda em 2010, o FFIE adquiriu ações ordinárias da Petrobras junto à Caixa Econômica Federal e subscreveu novos lotes de ações ordinárias e preferenciais da Petrobras em oferta pública, em polêmica operação de capitalização da companhia para o início das operações de exploração e produção de petróleo na região do pré-sal⁴²⁶. Em 2012, as ações da Petrobras foram permutadas em dois momentos, por ações ordinárias do Banco do Brasil, de titularidade da União, e por títulos públicos federais, então em poder do BNDES. Ao final daquele ano, R\$ 12,4 bilhões em cotas do FFIE foram resgatados (correspondentes ao resgate antecipado, pelo Tesouro Nacional, de títulos públicos, somados a outros ativos de renda fixa integrantes da carteira) e aplicados na subconta remunerada do FSB na Conta-Única do Tesouro Nacional⁴²⁷. Estes valores compõem a *Carteira Efetiva Especial 02* e constituem cerca de 81% (oitenta e um por cento) dos ativos do FSB.

⁴²⁴ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 11. Disponível em:

https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁴²⁵ TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 334. O aumento de capital do Banco do Brasil foi autorizado pela Medida Provisória nº 487/2010, que, posteriormente, veio a perder eficácia; o Decreto nº 7.184/2010, por sua vez, autorizou o aumento de capital do Banco do Brasil através da emissão de ações ordinárias e oferta pública de distribuição primária. A Medida Provisória nº 443/2008, posteriormente convertida na Lei nº 11.908, de 03.03.2009, autorizou o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a adquirir a participação em instituições financeiras públicas ou privadas, com ou sem o controle do capital social, dispensando, inclusive, a licitação para a aquisição do controle das instituições públicas, como era o caso da *Nossa Caixa*. É importante contextualizar a medida, adotada no auge da crise financeira mundial e por ocasião do anúncio da fusão entre o Itaú e o Unibanco, que viria a formar a maior instituição financeira privada do país. Sobre o tema, v. http://veja.abril.com.br/idade/exclusivo/perguntas_respostas/fusao/fusao-itaunibanco.shtml. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁴²⁶ TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 319.

⁴²⁷ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 4-5. Disponível

De acordo com as informações constantes do relatório de administração do FSB no 1º semestre de 2013, a carteira do FFIE compunha-se, no dia 30.06.2013, de 95,14% (noventa e cinco inteiros e quatorze centésimos por cento) em ações do Banco do Brasil (*Carteira Especial 01*), 1,43% (um inteiro e quarenta e três centésimos por cento) em operações compromissadas com títulos públicos federais, 1,34% (um inteiro e trinta e quatro centésimos por cento) em títulos públicos federais pós-fixados (NTN-B), 1,62% (um inteiro e sessenta e dois centésimos por cento) em títulos públicos federais pós-fixados (LTN e NTN-F⁴²⁸) e percentual desprezível em disponibilidade de caixa⁴²⁹.

O histórico de investimentos do FSB demonstra que, não obstante a realização de investimentos direcionados à consecução de políticas públicas ou a outros objetivos político-governamentais, não há registro de consideração de fatores ESG nas decisões de investimentos. Com efeito, é uma lógica que se mostra, na prática, inaplicável aos investimentos em títulos públicos; nos investimentos em ações – concentrados em sociedades de economia mista federais, integraram o *portfolio* do FFIE ações que não seriam necessárias ao exercício do poder de controle das estatais, mas não é possível afirmar que tenham qualquer interferência no exercício, pela União, dos direitos de acionista controlador. Atualmente, considerando que mais de 80% (oitenta por cento) dos recursos do FSB estão aplicados em espécie, no Caixa-Único do Tesouro, menos ainda se pode falar, salvo melhor juízo, em ESG.

Em termos de *transparência*, o FSB recebeu grau 9 no *Índice Linaburg-Maduell de Transparência*, do *SWF Institute*. Com efeito, o art. 10 da Lei nº 11.887/08 obriga a remessa ao Congresso Nacional, pelo Ministério da Fazenda, de relatório trimestral de desempenho. Por sua vez, o Decreto nº 7.055/09 determina que o mencionado relatório trimestral deve conter, no mínimo o valor de mercado dos ativos componentes da carteira do FSB, separados

em:

https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014. A medida foi objeto de ressalva no parecer prévio do Tribunal de Contas da União sobre as contas governamentais do exercício de 2012, uma vez que teria sido utilizada para inflar artificialmente o superávit primário, num exercício de “contabilidade criativa” (cf. BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República – Exercício de 2012**. Brasília: TCU, 2013, especialmente p. 650-651. Disponível em: http://portal2.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/Contas2012/fichas/CG%202012_relatorio%20completo.pdf#page=626. Acesso em: 04 mar. 2014). V. ainda a respeito, a notícia no portal G1 da Internet: <http://g1.globo.com/politica/noticia/2013/05/tcu-aprova-com-ressalvas-contas-de-2012-do-governo-dilma.html> (Acesso em: 01 mar. 2014).

⁴²⁸ *Letras do Tesouro Nacional e Notas do Tesouro Nacional – Série F*, respectivamente.

⁴²⁹ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório de Administração do Fundo Soberano do Brasil – 1º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 25. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatrio_de_Administracao_do_FSB_1_sem_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

em externos e internos, bem assim a sua variação acumulada no trimestre e nos últimos doze meses (art. 11). Pelo Decreto, cabe à STN, ademais, divulgar semestralmente as demonstrações financeiras do FSB e relatório de administração, nos seguintes termos:

Art. 7º As demonstrações financeiras do FSB serão divulgadas semestralmente e conterão as seguintes notas explicativas:

- I - valor de mercado dos ativos;
- II - informações sobre os gastos com a taxa de administração do FSB e seus percentuais em relação ao patrimônio líquido médio semestral; e
- III - informações sobre as despesas relativas à sua operacionalização.

Art. 8º A Secretaria do Tesouro Nacional elaborará, semestralmente, relatório de administração do FSB, que deverá conter, no mínimo:

- I - descrição das operações realizadas no semestre, especificando, em relação a cada uma, os objetivos, os montantes dos investimentos efetuados, as receitas auferidas e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;
- II - diretrizes de investimentos aprovadas pelo CDFSB;
- III - informações sobre:
 - a) conjuntura econômica do segmento do mercado financeiro em que se concentrarem as operações do FSB, relativas ao semestre findo; e
 - b) cenário macroeconômico utilizado para o semestre seguinte;
- IV - a rentabilidade nos últimos quatro semestres calendário; e
- V - a relação dos encargos debitados ao FSB em cada um dos dois últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Todos os relatórios de monitoramento do FSB estão disponíveis na respectiva página na *Internet*⁴³⁰.

Os mecanismos de auditoria e controle do FSB são bastante desenvolvidos. No nível operacional, a Gerência de Planejamento e Controle do FSB (GPLAC), dentro da estrutura da Coordenação-Geral do FSB, cujas atribuições, previstas no art. 31 da Portaria STN nº 244/12, incluem a instituição, a manutenção e o aprimoramento dos controles internos. Diretamente vinculada ao Conselho Deliberativo do FSB, a Câmara Consultiva Técnica (CCT) tem a incumbência de proceder à análise de conformidade das operações à Política de Investimentos do FSB, bem como do acompanhamento do nível geral de exposição a riscos e das medidas para a sua mitigação, podendo, inclusive, sugerir a readequação das carteiras de investimentos, providências identificadas com ações de *compliance*.

O FSB não possui código de ética próprio. No entanto, suas autoridades submetem-se, na qualidade de agentes públicos federais, ao *Código de Conduta da Alta Administração Federal*, que elenca hipóteses de impedimentos e conflitos de interesse.

Demais disso, o FSB é regularmente auditado pela Controladoria-Geral da União⁴³¹ e suas contas são apreciadas anualmente pelo Congresso Nacional, consolidadas nas contas da

⁴³⁰ <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/fundo-soberano-brasil/relatorios-monitoramento>. Acesso em: 27 fev. 2014.

Administração Pública Federal, mediante parecer prévio do Tribunal de Contas da União. O FFIE, por sua vez, submete-se à fiscalização da CVM e a auditoria externa independente por força do art. 84 da Instrução CVM nº 409/2004 e do seu próprio regulamento. Saliente-se, por fim, que a BB Gestão de Recursos DTVM S/A é aderente aos códigos de autorregulação da ANBIMA.

4.2.2 O Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA

4.2.2.1 Características gerais dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos

A Constituição Federal, em seu art. 40, *caput* e parágrafos, estabelece o arcabouço normativo básico para os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos (RPPS). Interessa, para os fins desta tese, a disposição relativa à questão estrutural, a saber, o § 20, introduzido pela Emenda Constitucional nº 41/2003, que enuncia, *verbis*:

Art. 40. [...]

§ 20. Fica vedada a existência de mais de um regime próprio de previdência social para os servidores titulares de cargos efetivos, e de mais de uma unidade gestora do respectivo regime em cada ente estatal, ressalvado o disposto no art. 142, § 3º, X.

Nota-se, de imediato, que o constituinte reformador exigiu que não houvesse dicotomia entre a entidade incumbida do pagamento dos benefícios previdenciários e o ente encarregado da gestão dos respectivos recursos garantidores, diversamente do que se observa em outros países.

Em sede infraconstitucional, as normas gerais para os RPPS estão na Lei Federal nº 9.717, de 27.11.1998⁴³². Reproduzindo o que já autorizava o art. 249 da Constituição Federal

⁴³¹ Os relatórios de auditoria, no entanto, são sigilosos. V. <http://www.cgu.gov.br/relatorios/RA201306198/RA201306198.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

⁴³² Adote-se como premissa que a União é competente para editar normas gerais em matéria de previdência dos servidores públicos. Nesse sentido, a Lei nº 9.717/98 é *lei nacional*, cumprindo afastar o argumento de que, por dizerem respeito a *servidores públicos*, tais normas estariam impedidas pelo princípio federativo de incidir sobre Estados e Municípios. Não parece ser esse o caso.

De acordo com o art. 24, XII, primeira parte, da Constituição da República – que define, como é cediço, as *competências legislativas concorrentes* da União, dos Estados e do Distrito Federal –, compete à União editar normas gerais concernentes à *previdência social*. É, igualmente, de conhecimento geral que o regime geral de previdência social é matéria reservada à lei federal – *rectius*, lei nacional –, situando-se no rol de competências legislativas privativas da União (art. 22, XXIII). De óbvia constatação, portanto, que os Estados somente podem legislar sobre a previdência social de seus próprios servidores (art. 40 c/c art. 149, § 1º). Logo, a única interseção possível entre as competências legislativas previdenciárias da União e dos Estados diz respeito aos regimes próprios de previdência, incumbindo à União criar normas gerais e, aos Estados, criar normas especiais.

desde a promulgação da Emenda Constitucional nº 20/98⁴³³, o art. 6º, *caput*, da lei autoriza a constituição de *fundos*, integrados por bens, direitos e ativos, com finalidade de custeio da previdência dos servidores públicos. Demais disso, não há, no referido diploma legal, maiores exigências em termos estruturais, ressalvada a obrigatoriedade da utilização de conta distinta da conta do Tesouro da respectiva unidade federada – a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios receberam margem relativamente ampla de configuração dos entes gestores de previdência. Por outro lado, há previsão de limites para os investimentos e a obrigatoriedade de determinados mecanismos de controle.

No que concerne aos *investimentos*, o art. 6º, IV, da lei remete a disciplina da matéria ao Conselho Monetário Nacional (CMN), mas veicula, desde logo, importantes restrições. A primeira delas é a vedação expressa de utilização dos recursos previdenciários para empréstimos de qualquer natureza, seja aos segurados do regime, seja aos entes da Administração Pública de qualquer esfera (art. 5º, V); a outra é a proibição de aplicação de recursos em títulos públicos que não os emitidos pelo Governo Federal (art. 5º, VI), que de certo modo, complementa a limitação instituída no inciso anterior.

Atualmente, os investimentos dos RPPS são disciplinados pela Resolução CMN nº 3.922, de 25.11.2010⁴³⁴. A indigitada Resolução exige a formulação, pelos gestores do RPPS, de uma *política anual de investimentos* (art. 4º), na qual devem estar previstos, no mínimo:

- o *modelo de gestão*, isto é, se a carteira de investimentos será administrada diretamente pelo RPPS, por terceiro contratado (*gestão por entidade autorizada e credenciada*) ou por ambos (*gestão mista*) e, nas duas últimas hipóteses, os critérios de contratação desse terceiro;
- a *estratégia de alocação* dos recursos nos vários segmentos de aplicação financeira (divididos pela Resolução em *renda fixa*, *renda variável* e *imóveis*), observados os limites de concentração previstos;
- os *parâmetros de rentabilidade* adotados (*benchmarks*), que devem ser compatíveis com o perfil das obrigações previdenciárias;

Sobre o tema, v. DERBLI, Felipe. O Direito Previdenciário Estadual do Rio de Janeiro. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 66, p. 94-131, 2011.

⁴³³ “Art. 249. Com o objetivo de assegurar recursos para o pagamento de proventos de aposentadoria e pensões concedidas aos respectivos servidores e seus dependentes, em adição aos recursos dos respectivos tesouros, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão constituir fundos integrados pelos recursos provenientes de contribuições e por bens, direitos e ativos de qualquer natureza, mediante lei que disporá sobre a natureza e administração desses fundos.”

⁴³⁴ Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3922_v1_O.pdf. Acesso em: 18 set. 2013.

- os *limites para concentração de investimento* em títulos ou valores mobiliários de um mesmo emissor ou coobrigado.

Admite-se que a *política anual de investimentos* seja modificada ao longo do exercício, para fins de adequação ao mercado ou a alterações legislativas, mas sempre de forma justificada (art. 4º, § 2º). Ademais, sua implementação deve ser precedida de aprovação do órgão superior da entidade (art. 5º).

A administração de carteira de investimentos dos RPPS por terceiros deve ser confiada exclusivamente a instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme o caso, e considerada por agência de classificação de risco (*rating*) em funcionamento no país como de baixo risco de crédito e de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimento (art. 15, § 2º). No caso da gestão própria, o responsável deve observar, antes de fechar qualquer operação de investimento, a orientação fornecida por consultoria de instituição idônea e, ainda, as informações diariamente divulgadas por entidades reconhecidas por sua transparência e elevado padrão técnico de difusão de preços e taxas dos títulos (art. 16).

De acordo com o art. 7º da Resolução CMN nº 3.922/2010, os RPPS se submetem aos seguintes limites para investimento em *renda fixa*: podem ter até 100% (cem por cento) de seus recursos investidos em títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou em cotas de fundos de investimentos abertos (ou seja, que admitem o resgate das cotas em qualquer tempo) que sejam considerados fundos de *renda fixa* ou *referenciados*, desde que a respectiva carteira seja composta por esses mesmos títulos públicos federais e que a sua política de investimento determine a busca de rentabilidade próxima a um dos subíndices do *Índice de Mercado Anbima (IMA)* ou do *Índice de Duração Constante Anbima (IDkA)*, com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia.

Ainda no que tange à renda fixa, há previsão de limites para investimentos em operações compromissadas⁴³⁵ lastreadas nos títulos públicos federais (15% dos recursos) ou em cotas de fundos de renda fixa ou referenciados cujas carteiras sejam compostas *também* por títulos privados (80% dos recursos), observado o mesmo *benchmark* de um dos subíndices do *Índice de Mercado Anbima (IMA)* ou do *Índice de Duração Constante Anbima (IDkA)*,

⁴³⁵ De acordo com o glossário constante do sítio eletrônico do Bacen, *operação compromissada* é a “compra de títulos com compromisso de revenda assumido pelo comprador, conjugado com o compromisso de recompra assumido pelo vendedor, para data futura preestabelecida” (<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=153&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>). Acesso em: 26 fev. 2014.).

com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia. No caso de fundos que busquem retorno calculado sobre outros índices, o limite de concentração cai a 30% (trinta por cento) dos recursos.

Há também previsão de limites para aplicações em caderneta de poupança (20%)⁴³⁶, em fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs), abertos (15%) ou fechados (5%) e em fundos cujas carteiras sejam exclusivamente compostas por crédito privado (5%). De uma forma geral, a Resolução prevê que os títulos privados sejam sempre aqueles considerados de baixo risco de crédito, conforme avaliação de agência de classificação de risco (*rating*) em funcionamento no país, e que os regulamentos dos fundos limitem a concentração da carteira em, no máximo, 20% (vinte por cento) de títulos emitidos por uma única pessoa jurídica, sua controladora, controlada, coligada ou sob controle comum.

No segmento de *renda variável*, a Resolução CMN nº 3.922/2010 admite a aplicação de até 30% (trinta por cento) em fundos de investimentos referenciados que adotem como indicador de desempenho os índices Ibovespa, IBrX ou IBrX-50⁴³⁷, até 20% (vinte por cento) em cotas de fundos de ações negociadas em bolsa (os chamados *ETFs* ou *Exchange Trade Funds*) atrelados aos mesmos índices, até 5% (cinco por cento) em fundos multimercados sem alavancagem e até 5% (cinco por cento) em fundos de investimentos imobiliários com cotas negociadas em bolsa, dentre outros limites expressos (art. 8º). Note-se bem que não é permitido aos RPPS investir diretamente em ações ou em fundos com alavancagem⁴³⁸.

Quanto ao segmento de *imóveis*, a Resolução é concisa, limitando-se a determinar que os investimentos serão feitos exclusivamente com os imóveis vinculados por lei ao RPPS (art. 9º), como, por exemplo, mediante o seu uso remunerado por particulares. Permite-se que os imóveis sejam utilizados na aquisição de cotas de fundos de investimento imobiliário cujas cotas sejam negociadas em bolsa de valores (art. 9º, parágrafo único).

A preocupação com a pulverização do risco, mediante diversificação, é bem presente nas normas do CMN. A aplicação em cotas de um mesmo fundo não pode ultrapassar 20% (vinte por cento) da carteira de investimentos do RPPS – logo, no caso, por exemplo, de se

⁴³⁶ Importante observar que o art. 11 da Resolução nº 3.922/2010 veda que a instituição financeira depositária seja controlada, direta ou indiretamente, por Estado.

⁴³⁷ Os mencionados índices são resultado de carteiras teóricas de ações. O *Ibovespa* se destina a indicar o desempenho médio das ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado acionário brasileiro; o *IBrX* é composto pelos cem papéis de maior liquidez negociados na BM&FBOVESPA e o *IBrX-50* possui a mesma metodologia, circunscrevendo-se, no entanto, aos cinquenta papéis de maior liquidez. V. <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/BuscarIndices.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 04 fev. 2014.

⁴³⁸ Os fundos *com alavancagem* são aqueles cujos regulamentos os autorizam a investir valores superiores ao próprio patrimônio, por meio de instrumentos de mercado. Seus ganhos podem ser ampliados, mas, em contrapartida, são investimentos considerados de alto risco. V. LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 81.

definir o investimento em 100% (cem por cento) de fundos referenciados com carteira exclusivamente composta por títulos do Tesouro Nacional, a aplicação será feita em 5 (cinco) fundos distintos, geridos por diferentes instituições financeiras. Ademais, o total de aplicações de um RPPS num mesmo fundo de investimento não pode ultrapassar 25% (vinte e cinco) por cento do patrimônio líquido desse fundo, com o que se conclui ser vedada a aplicação em fundos exclusivos. Preveem-se outras vedações expressas no art. 23 da Resolução, como, por exemplo, a aplicação em fundos de investimentos com alavancagem.

In verbis:

Art. 23. É vedado aos regimes próprios de previdência social:

I - aplicar recursos na aquisição de cotas de fundo de investimento cuja atuação em mercados de derivativos gere exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido;

II - aplicar recursos na aquisição de cotas de fundo de investimento cujas carteiras contenham títulos que ente federativo figure como devedor ou preste fiança, aval, aceite ou coobrigação sob qualquer outra forma;

III - aplicar recursos na aquisição de cotas de fundo de investimento em direitos creditórios não padronizados;

IV - praticar as operações denominadas *day-trade*, assim consideradas aquelas iniciadas e encerradas no mesmo dia, independentemente de o regime próprio possuir estoque ou posição anterior do mesmo ativo, quando se tratar de negociações de títulos públicos federais realizadas diretamente pelo regime próprio de previdência social; e

V - atuar em modalidades operacionais ou negociar com duplicatas, títulos de crédito ou outros ativos que não os previstos nesta Resolução.

Além da Resolução CMN nº 3.922/2010, os RPPS também se subordinam à Portaria MPS nº 519, de 24.08.2011, do Ministério da Previdência Social, mais atinente a exigências estruturais do que aos investimentos em si⁴³⁹. A referida Portaria também exige a formulação de uma *política anual de investimentos*, aprovada pelo respectivo órgão deliberativo, e estabelece requisito de certificação profissional dos responsáveis diretos pela gestão dos investimentos, em seu art. 2º, adiante reproduzido:

Art. 2º A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios deverão comprovar junto à SPS que o responsável pela gestão dos recursos dos seus respectivos RPPS tenha sido aprovado em exame de certificação organizado pela entidade autônoma de reconhecida capacidade técnica e difusão no mercado brasileiro de capitais, cujo conteúdo abrangerá, no mínimo, o contido no anexo a esta Portaria⁴⁴⁰.

⁴³⁹ A mencionada Portaria foi posteriormente alterada pela Portaria MPS nº 170, de 25.04.2012, e pela Portaria nº 440 de 09.10.2013. A referência ao ato normativo será feita sempre na sua redação consolidada.

⁴⁴⁰ Atualmente, a certificação é dispensada para os RPPS cujo total de recursos seja inferior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). No entanto, passará a ser obrigatória para todos os RPPS, independentemente do respectivo patrimônio, a partir de 1º de janeiro de 2015 (art. 6º, § 5º).

No que toca à gestão de recursos por terceiros, a Portaria MPS nº 519/2011 impõe o prévio processo seletivo para *credenciamento*⁴⁴¹, observadas a experiência, a solidez patrimonial e a capacidade técnica das instituições candidatas. Os gestores externos devem apresentar relatórios detalhados de rentabilidade e risco com periodicidade mínima mensal e ser submetidas a avaliação regular de desempenho. Exige-se deles, ainda, elevado padrão ético e eficiência e, no caso de pagamento de taxa de *performance*, esta será devida apenas no caso de superação do índice de referência da carteira (*benchmark*) e pago após dedução das despesas, dentre outras determinações (art. 3º, I a VII, e art. 4º).

A gestão própria de recursos, isto é, quando o RPPS efetua diretamente as aplicações financeiras, sem delegar as decisões alocativas a terceiros, também demanda o credenciamento das instituições escolhidas para o recebimento de recursos – note-se que não se realiza um procedimento licitatório de acordo com os ritos da Lei nº 8.666/93⁴⁴². De igual maneira, exige-se registro ou autorização do Bacen ou da CVM, conforme o caso, regularidade fiscal e previdenciária, qualificação do corpo técnico, aderência dos produtos de investimento à política anual de investimentos do RPPS etc. (art. 3º, IX e parágrafos).

Outra importante determinação da Portaria MPS nº 519/2011 é a instituição, pelos RPPS, de um *comitê de investimentos*, que, a exemplo do que ocorre nas referências internacionais antes descritas, tem participação no processo decisório de formulação e execução da política de investimentos. Seus integrantes devem manter algum vínculo funcional com o ente federado ou com o próprio RPPS (sejam servidores titulares de cargo efetivo, sejam titulares de cargos em comissão), apresentar algum grau de representatividade e, em sua maioria, possuir a certificação exigida dos gestores de investimentos (art. 3º-A). A norma estabelece um corte: a criação de comitê de investimento é facultativa para os RPPS com recursos inferiores a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), enquanto mantida essa condição.

A legislação nacional prevê mecanismos de *controle* importantes. De acordo com a Lei nº 9.717/98, os RPPS são obrigados a realizar avaliação atuarial inicial e em cada balanço, utilizando parâmetros geralmente aceitos de contabilidade e atuária para a organização e

⁴⁴¹ O *credenciamento* é um ato jurídico unilateral que, na classificação de DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO, consubstancia-se num *ato administrativo negocial*, que contém uma *declaração de vontade* da Administração Pública coincidente com uma *pretensão* do administrado. Para o eminente jurista, é um ato que possui um *embrião de bilateralidade*, na medida em que pressupõe uma manifestação receptícia de vontade do administrado. O credenciamento permitirá a *admissão* da instituição financeira candidata a receber aplicações financeiras do RPPS (cf. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. 15.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 176-177).

⁴⁴² A licitação, no caso, é *inexigível*, por força da inviabilidade de reprodução fiel do ambiente concorrencial específico do mercado financeiro. V. *infra*, Capítulo 5.

revisão do plano de custeio e benefícios (art. 1º, I). Outrossim, devem sujeitar-se às inspeções e auditorias de natureza atuarial, contábil, financeira, orçamentária e patrimonial dos órgãos de controle interno e externo (art. 1º, IX), o que, portanto, submete-os à fiscalização de seus órgãos internos de controle e conformidade e, ainda, à Secretaria de Políticas de Previdência Social (SPPS) do Ministério da Previdência Social (art. 9º) e aos Tribunais de Contas. Estabelece a lei nacional que os entes federados cujos RPPS que descumprirem as normas ali elencadas serão punidos com a suspensão das transferências voluntárias da União e das receitas da compensação com o regime geral de previdência social, o impedimento de celebração de contratos, convênios ou outras avenças com entes da Administração Pública Federal, dentre outras sanções (art. 7º).

Existe, também, previsão legal de obrigações relacionadas com a *transparência*. A Lei nº 9.717/98 assegura o “*pleno acesso dos segurados às informações relativas à gestão do regime e participação de representantes dos servidores públicos e dos militares, ativos e inativos, nos colegiados e instâncias de decisão*” (art. 1º, VI), obrigando, ainda, o “*registro contábil individualizado das contribuições de cada servidor e dos entes estatais, conforme diretrizes gerais*” e “*identificação e consolidação em demonstrativos financeiros e orçamentários de todas as despesas fixas e variáveis com pessoal inativo civil, militar e pensionistas, bem como dos encargos incidentes sobre os proventos e pensões pagos*” (art. 1º, VII e VIII, respectivamente).

Também exige a lei a publicação, com periodicidade bimestral, de demonstrativo financeiro e orçamentário da receita e despesa previdenciárias acumuladas no exercício financeiro em curso (art. 2º, § 2º). Na esteira das normas legais, a Resolução CMN n 3.922/2010 impõe a segregação, no controle e na contabilização, dos recursos do RPPS relativamente aos do respectivo ente federado (art. 20).

Na mesma toada, a Portaria MPS nº 519/2011 garante aos segurados e pensionistas dos RPPS o acesso a todas as informações relativas aos investimentos. Confira-se:

Art. 3º A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios deverão observar na gestão dos recursos de seus RPPS as seguintes obrigações, além daquelas previstas na Resolução do CMN que dispõe sobre a aplicação dos recursos dos RPPS:

[...]

V – elaborar relatórios detalhados, no mínimo, trimestralmente, sobre a rentabilidade, os riscos das diversas modalidades de operações realizadas nas aplicações dos recursos do RPPS e a aderência à política anual de investimentos e suas revisões e submetê-los às instâncias superiores de deliberação e controle; [...]

VIII – disponibilizar a seus segurados e pensionistas:

a) a política anual de investimentos e suas revisões, no prazo de até trinta dias, a partir da data de sua aprovação;

b) as informações contidas nos formulários APR – Autorização de Aplicação e Resgate, no prazo de até trinta dias, contados da respectiva aplicação ou resgate;

- c) a composição da carteira de investimentos do RPPS, no prazo de até trinta dias após o encerramento do mês;
- d) os procedimentos de seleção das eventuais entidades autorizadas e credenciadas;
- e) as informações relativas ao processo de credenciamento de instituições para receber as aplicações dos recursos do RPPS;
- f) relação das entidades credenciadas para atuar com o RPPS e respectiva data de atualização do credenciamento;
- g) as datas e locais das reuniões dos órgãos de deliberação colegiada e do Comitê de Investimentos;
- h) os relatórios de que trata o inciso V deste artigo.

É interessante observar que, apesar das consideráveis exigências normativas em termos de governança *própria*, não há exigência ou orientação do órgão de regulação setorial quanto à consideração de elementos ambientais, sociais ou de governança *dos destinatários das aplicações financeiras* nas decisões de investimentos, pelo que não se observa o tripé ESG (*Environment, Social and Governance*). Não se obteve informação confiável de que qualquer dos RPPS no Brasil adote, como regra, as análises ESG para seus investimentos.

4.2.2.2 O Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA⁴⁴³

O regime próprio de previdência social dos servidores públicos estaduais do Rio de Janeiro é gerido pelo *Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – RIOPREVIDÊNCIA*, cuja natureza jurídica, apesar do nome, é de autarquia, vinculada à Secretaria de Estado de Planejamento e Gestão (SEPLAG). É o maior RPPS do Brasil em patrimônio, contando com ativos da ordem de R\$ 94.000.000.000,00 (noventa e quatro bilhões de reais)⁴⁴⁴.

A Lei Estadual n.º 3.189, de 22 de fevereiro de 1999, define, em seu art. 14, as fontes de receita do regime próprio de previdência dos servidores públicos estaduais. São elas, basicamente: (i) a contribuição dos servidores ativos, inativos e pensionistas; (ii) a contribuição do Estado, suas autarquias e fundações (doravante chamada *contribuição patronal*⁴⁴⁵); (iii) as doações, legados e rendas extraordinárias ou eventuais (receitas

⁴⁴³ Cf. DERBLI, Felipe. O Direito Previdenciário Estadual do Rio de Janeiro. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 66, p. 94-131, 2011.

⁴⁴⁴ FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013, p. 8. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

⁴⁴⁵ Trata-se, evidentemente, de uma denominação imprópria – *contribuição patronal*, a rigor, é uma expressão normalmente utilizada para designar a contribuição do empregador sobre a folha de salários para o regime geral

atualmente sem expressão); (iv) o produto da alienação dos seus bens; (v) a compensação entre regimes previdenciários; (vi) os rendimentos de seu patrimônio, como, por exemplo, aqueles provenientes das aplicações financeiras e os frutos da cessão de uso onerosa de bens imóveis integrantes da sua carteira, e (vii) *royalties* e participações especiais na exploração de petróleo e gás natural, ressalvada a destinação legalmente prevista a fundo de compensação ambiental e ao pagamento de dívidas do Estado perante a União.

Permita-se um brevíssimo, mas importante, panorama histórico. O *Instituto de Previdência do Estado do Rio de Janeiro – IPERJ*, criado pelo Decreto-lei Estadual n.º 83, de 30 de abril de 1975, era a autarquia responsável pela gestão dos benefícios previdenciários, dentre os quais não se incluía a aposentadoria. Como se sabe, o direito à aposentadoria dos servidores públicos estaduais foi originalmente concebido como um direito de natureza meramente estatutária, de tal forma que a contribuição para a previdência social não constituía requisito para a aposentadoria – bastavam o tempo de serviço, o implemento da idade máxima (para o caso da aposentadoria compulsória) ou a invalidez⁴⁴⁶, panorama que se modificou apenas com o advento da Emenda Constitucional n.º 20, de 15 de dezembro de 1998; ainda assim, os requerimentos de aposentadoria continuaram a ser processados nos órgãos ou entidades estaduais a cujos quadros funcionais pertenciam os servidores.

A mesma Emenda Constitucional n.º 20/98 introduziu na Constituição da República o artigo 249, que reza, em textual:

Art. 249. Com o objetivo de assegurar recursos para o pagamento de proventos de aposentadoria e pensões concedidas aos respectivos servidores e seus dependentes, em adição aos recursos dos respectivos tesouros, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão constituir fundos integrados pelos recursos provenientes de contribuições e por bens, direitos e ativos de qualquer natureza, mediante lei que disporá sobre a natureza e administração desses fundos.

Sob o pálio dessa norma constitucional e da Lei Federal n.º 9.717/98, foi criado o RIOPREVIDÊNCIA pela Lei Estadual n.º 3.189/99. Na sua concepção original, competia ao RIOPREVIDÊNCIA apenas arrecadar e gerir os recursos previdenciários, permanecendo sob a responsabilidade do IPERJ o processamento dos benefícios, exceto as aposentadorias, que,

de previdência social ou, na qualidade de *patrocinador*, para as entidades fechadas de previdência complementar. No entanto, pede-se vênia para a utilização aproximada do termo, com fins exclusivamente didáticos.

⁴⁴⁶ Assim era que, por exemplo, o art. 33 do Estatuto dos Funcionários Públicos Civis do Estado do Rio de Janeiro (Decreto-lei n.º 220/75), que dispunha sobre a previdência dos servidores públicos, não incluía a aposentadoria entre os benefícios previdenciários. Do mesmo modo, havia categorias de agentes públicos (v.g., os magistrados, como se inferia da redação original do art. 9.º, inciso II, da Lei Estadual n.º 285, de 3 de dezembro de 1979) que sequer eram contribuintes obrigatórios do regime previdenciário próprio.

como acima afirmado, ainda seriam processadas pelos órgãos ou entidades de origem dos servidores.

De todo modo, já se instituía, na ocasião, um *regime de capitalização* para a previdência dos servidores estaduais, constituindo-se uma reserva para investimentos que buscassem uma rentabilidade capaz de atingir a meta atuarial do regime e, assim, suportar as despesas com os benefícios já concedidos e a conceder. A medida era uma parte da série de providências adotadas pelo Estado do Rio de Janeiro para fins de ajuste fiscal, desonerando o Tesouro, inclusive, no que concerne ao limite de gastos com pessoal, na forma do art. 19, § 1.º, inciso VI, da Lei Complementar Federal n.º 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal)⁴⁴⁷.

Sobreveio, então, a Emenda Constitucional n.º 41, de 19 de dezembro de 2003, que introduziu o § 20 ao artigo 40 da Constituição da República, obrigando a unicidade do ente gestor do regime próprio de previdência social dos servidores de cada ente federativo, bem como a unicidade do regime em si. Diante disso, impôs-se o fim da dicotomia IPERJ-RIOPREVIDÊNCIA, o que se deu mediante a edição da Lei Estadual n.º 5.109, de 15 de outubro de 2007, que extinguiu o IPERJ, transferindo ao RIOPREVIDÊNCIA, como sucessor, seus direitos, obrigações e competências.

Restava, ainda, a questão do processamento das aposentadorias, exercido pelos órgãos e entidades da Administração Pública do Estado. A Lei n.º 5.260, de 11 de junho de 2008, conferiu ao RIOPREVIDÊNCIA, em seu art. 3.º, a gestão superior também das aposentadorias – inclusive para os Poderes Legislativo e Judiciário, o Ministério Público e o Tribunal de Contas do Estado⁴⁴⁸.

A Lei n.º 3.189/99, no que diz respeito à estrutura do RIOPREVIDÊNCIA, é regulamentada pelo Decreto Estadual n.º 41.604, de 19 de dezembro de 2008. Assinale-se, ainda, a Portaria RIOPREVIDÊNCIA/PRE n.º 158, de 30 de outubro de 2009, que aprova o Regimento Interno da Autarquia. Sua Diretoria Executiva (DIREX), indicada pelo Governador do Estado, é composta pelo Diretor-Presidente, pelo Diretor de Administração e Finanças, pelo Diretor de Segurança, pelo Diretor Jurídico e pelo Diretor de Investimentos. As exigências normativas para ocupação dos cargos são mínimas: o Decreto n.º 41.604/2008 exige apenas que o Diretor de Segurança – responsável pela gestão e pagamento dos benefícios previdenciários – seja indicado, em lista tríplice, pelas entidades de classe

⁴⁴⁷ Para o registro histórico da concepção do RIOPREVIDÊNCIA e de sua lógica de estruturação e funcionamento pré-Emenda Constitucional n.º 41/03, é leitura obrigatória: RODRIGUES, Flavio Martins. **Fundos de Pensão de Servidores Públicos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

⁴⁴⁸ As leis acima referidas, bem como os demais atos normativos federais e estaduais mencionados neste tópico, estão disponíveis em <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br>. Acesso em: 24 jan. 2014.

representativas dos servidores públicos e dependentes (art. 14); o Diretor Jurídico, por sua vez, é obrigatoriamente ocupante de cargo efetivo de Procurador do Estado (art. 17, parágrafo único). O Diretor de Investimentos, assim como todos os servidores responsáveis pela gestão de recursos, submetem-se ao art. 2º da Portaria MPS nº 519/2011 e, atualmente, são certificados pela ANBIMA.

A administração superior do RIOPREVIDÊNCIA conta também com um Conselho de Administração (CONAD), composto por 15 (quinze) membros não remunerados, dentre os quais o próprio Diretor-Presidente, os Secretários de Estado de Planejamento e Gestão, da Casa Civil e da Fazenda, o Procurador-Geral do Estado, o Defensor Público-Geral do Estado, representantes dos Poderes Judiciário e Legislativo, do Tribunal de Contas, do Ministério Público (um por órgão) e cinco representantes dos segurados e beneficiários, indicados pelas associações de classe em lista tríplice e escolhidos pelo Governador do Estado (art. 6º da Lei nº 3.189/99). A autarquia possui, ainda, um Conselho Fiscal (CONFIS), com três membros efetivos e três suplentes, com mandatos anuais e escolhidos entre segurados e beneficiários (art. 10).

Os investimentos do RIOPREVIDÊNCIA são subordinados a um *plano anual de investimentos* (PAI)⁴⁴⁹, aprovado primeiramente pela DIREX, submetido ao CONAD e, ao final, disponibilizado ao público na *Internet*. O *Plano Anual de Investimentos* é um documento mais abrangente que a *política anual de investimentos* exigida por lei, uma vez que também inclui o *planejamento estratégico* da autarquia e considerações sobre a *gestão de investimentos*. No entanto, não vem tomando em consideração, historicamente, os fatores ESG (*Environment, Social and Governance*) para orientação das aplicações financeiras.

Observados os limites do *Plano Anual de Investimentos*, a DIREX toma decisões de investimentos tomando em conta as diretrizes e estratégias de curto prazo propostas pelo *Comitê de Investimentos*, de periodicidade mensal. O Comitê de Investimentos é composto por três integrantes, a saber, o Diretor de Investimentos da própria autarquia, um representante da Secretaria de Estado de Planejamento e Gestão e um representante da Secretaria de Estado de Fazenda (art. 24 do Decreto nº 41.604/2008). Uma vez aprovadas pela DIREX, as orientações do Comitê são vinculativas para a Diretoria de Investimentos.

A política de investimentos do RIOPREVIDÊNCIA é, como sempre se dá com quaisquer investidores institucionais, subordinada à destinação final de seus recursos. No

⁴⁴⁹ O PAI mais recente é o aprovado para 2014: FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

entanto, sua situação de desequilíbrio financeiro e atuarial – seu déficit técnico gira, atualmente, em torno dos R\$ 40 bilhões⁴⁵⁰ – tem impacto decisivo na sua tolerância ao risco. Explica-se: em princípio, os fundos previdenciários têm obrigações de longo prazo, seria razoável admitir que sua necessidade de obtenção de rentabilidades mais expressivas seria maior – logo, maior deveria ser a sua tolerância ao risco, até mesmo porque, no longo prazo, existem mais oportunidades de recuperação de eventuais investimentos malsucedidos.

Contudo, a situação deficitária inviabiliza tal postura, uma vez que o fundo previdenciário passa a “queimar” suas reservas e consumir seus ativos para a cobertura dos benefícios já concedidos, encontrando dificuldades para preservar seus recursos capitalizados do desembolso imediato. Com isso, encurta-se o prazo de investimentos, o que, necessariamente, força o RPPS a buscar investimentos mais conservadores, de modo a evitar prejuízos e, assim, a demanda por aportes do Tesouro, responsável subsidiário.

O déficit atuarial também impôs ao RIOPREVIDÊNCIA a *segregação de massa*, procedimento previsto no art. 20 da Portaria nº 403, de 10 de dezembro de 2008, do Ministério da Previdência Social, que divide o RPPS em um *plano financeiro* fechado, em extinção, e um *fundo previdenciário*, aberto a novos entrantes – com efeito, foi editada a Lei Estadual nº 6.338, de 6 de novembro de 2012. O *plano financeiro* é organizado em regime de repartição simples ou de caixa, em que os recursos advindos das contribuições previdenciárias referentes aos respectivos segurados e da *monetização* dos ativos do Fundo se prestarão ao custeio dos benefícios concedidos e a conceder, sem o propósito de acumulação de recursos; o *plano previdenciário*, por seu turno, organiza-se sob regime de capitalização, em que se formam reservas matemáticas com as contribuições dos servidores e patronal, destinadas à cobertura dos benefícios no longo prazo⁴⁵¹.

Em virtude da segregação de massa, os investimentos dos recursos do *plano financeiro* são marcadamente conservadores e fixados em limites de alocação por classe de ativos eventualmente muito inferiores aos permitidos pela Resolução CMN nº 3.922/10: para 2014,

⁴⁵⁰ O *deficit técnico ou atuarial* corresponde ao valor total com que, a valor presente, o Fundo precisaria receber, à guisa de aporte de capitalização, para cobrir totalmente as provisões matemáticas dos benefícios já concedidos e ainda a conceder. Em outras palavras, é a quantidade de dinheiro de que o RPPS necessitaria *hoje* para assegurar a existência de recursos vinculados ao pagamento de benefícios atuais e futuros, dos servidores que ainda se aposentarão e, ainda, dos respectivos pensionistas. V. FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013, p. 8 e 9. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

⁴⁵¹ Remete-se às definições contidas na própria Lei Estadual nº 6.338/2012, do Rio de Janeiro, para os conceitos referidos neste tópico. O diploma está Disponível em: <http://alerjln1.alerj.rj.gov.br/CONTLEI.NSF/c8aa0900025feef6032564ec0060dfff/1168ce0e90a6a43783257aaf005f4198?OpenDocument>. Acesso em: 04 fev. 2014.

estão autorizadas no segmento de renda fixa, por exemplo, aplicações de até 100% (cem por cento) em títulos públicos do Tesouro Nacional ou fundos de investimentos com carteiras integralmente compostas por esses títulos, até 80% (oitenta por cento) em fundos de renda fixa ou referenciados, até 2,80% (dois inteiros e oitenta centésimos por cento) em operações compromissadas e até 1,50% (um inteiro e cinquenta centésimos por cento) em fundos de investimento com carteiras majoritariamente compostas por títulos privados de baixo risco de crédito; na renda variável, os limites são ainda menores: até 0,14% (quatorze centésimos por cento) em fundos referenciados, até 0,30% (trinta centésimos por cento) em fundos multimercados e até 0,44% (quarenta e quatro centésimos por cento) em fundos de investimento imobiliário.

O plano previdenciário, por seu turno, tem mais ou menos os mesmos limites estabelecidos para as aplicações em renda fixa, mas, no que concerne à renda variável, já se admite tolerância ao risco um pouco maior: os limites que o *Plano Anual de Investimentos* do RIOPREVIDÊNCIA adota são os máximos permitidos pela Resolução CMN nº 3.922/10: até 30% (trinta por cento) para fundos referenciados, até 20% (vinte por cento) para fundos de índices de ações, até 1% (quinze por cento) para fundos de ações, até 5% (cinco por cento) para fundos multimercados e o mesmo percentual máximo para fundos de investimento imobiliário⁴⁵². É explícita, no entanto, a intenção de, por ora, os investimentos do plano previdenciário se manterem em nível relativamente conservador, uma vez que suas reservas técnicas ainda são baixas – a acumulação foi iniciada no segundo semestre de 2013. Assim consta do *Plano Anual de Investimentos*:

“Nossa previsão de volume para a carteira do fundo previdenciário indica que as reservas devem atingir aproximadamente R\$ 1,5 milhão no início de 2014, e encerrar entre R\$ 16 e R\$ 24 milhões de reais, com base na expectativa de entrada de novos servidores e na sua remuneração média.

Devemos evitar alocações excessivamente longas ou voláteis nesta etapa inicial de formação de carteiras, até que se registre um número de servidores que nos permita realizar uma análise atuarial com grau de precisão adequado, definindo não só o ritmo de receitas de acumulação de reservas, mas também, a projeção de saída de caixa decorrente do pagamento de aposentadorias e pensões.

Importante, no entanto, que a política contemple as alternativas de investimentos abrangentes para que as mesmas possam ser realizadas após atingirem esse patamar mínimo de patrimônio.”⁴⁵³

⁴⁵² Os limites de investimentos dos planos financeiro e previdenciário estão em FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013, p. 29-30. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

⁴⁵³ FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013, p. 19-20. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

Relativamente à gestão dos investimentos, conquanto haja previsão de gestão direta da carteira, a autarquia vem operando apenas com instituições financeiras credenciadas. O credenciamento das instituições dá-se consoante as normas da Portaria RIOPREVIDÊNCIA/PRE n.º 244, de 27 de setembro de 2013 – que, na verdade, consubstancia-se em aperfeiçoamento de edições anteriores. De acordo com a mencionada Portaria, o credenciamento de até 6 (seis) instituições financeiras é realizado com periodicidade anual.

Na ocasião, são escolhidas mediante avaliação objetiva – baseada em critérios como retorno e volatilidade nos doze meses anteriores à avaliação, proposta firme de rentabilidade das operações compromissadas com liquidez diária e média do patrimônio líquido dos fundos de investimentos no mês anterior – as instituições candidatas, obrigatoriamente bem ranqueadas entre as administradoras ou gestoras de fundos de investimentos segundo a ANBIMA, possuir classificação elaborada por agência de *rating* e não ter sofrido penalidade imputada pela CVM (ao gestor do fundo, à instituição financeira gestora ou ao administrador do fundo) nos cinco anos anteriores. A movimentação de recursos entre os fundos de investimentos considerados para fins de credenciamento é livre, observados o Plano Anual de Investimentos e as deliberações do Comitê de Investimentos.

A cada ano, as instituições financeiras credenciadas são avaliadas, mediante a adoção de critérios como a rentabilidade dos fundos, a sua volatilidade, a média do patrimônio líquido dos fundos de investimentos e o relacionamento com o RIOPREVIDÊNCIA, traduzida na oferta de serviços adicionais elencados, a título meramente exemplificativo, no art. 5.º, § 2º, IV, da Portaria 244/2013, como o envio de relatórios de informações de mercado ou análises técnicas, a apresentação de cenários macroeconômicos etc., sempre gratuitamente e em benefício do RIOPREVIDÊNCIA, durante o período de credenciamento⁴⁵⁴. Ao final da avaliação, a instituição financeira classificada na última posição é descredenciada, sendo substituída pela primeira colocada em novo processo seletivo de credenciamento.

Atualmente, o RIOPREVIDÊNCIA se insere nas melhores práticas de *governança*, cujo maior exemplo é a já mencionada abrangência do *Plano Anual de Investimentos*, objeto de permanente publicidade. Cabe, ainda, destacar o compromisso da autarquia com a *transparência*, traduzido na sua política de ampla divulgação das demonstrações financeiras, dos investimentos e dos relatórios periódicos de gestão em sua página eletrônica na Internet,

⁴⁵⁴ Sobre o tema das aplicações financeiras, remete-se o leitor ao sítio do RIOPREVIDÊNCIA na Internet (<http://www.rioprevidencia.rj.gov.br>; Acesso em: 27 jan. 2014), onde se localizam as informações ora mencionadas, bem como os atos normativos de regência.

bem como a instituição de uma gerência de Controle Interno e Auditoria vinculada diretamente ao Conselho de Administração, que se responsabiliza pela conformidade (*compliance*) e pela gestão de risco operacional.

Sua contabilidade também é submetida à Auditoria-Geral do Estado, órgão da Secretaria de Estado de Fazenda, e a auditoria externa independente, contratada mediante licitação para até quatro exercícios financeiros, sendo, no entanto, vedadas a prorrogação dos contratos e a contratação da mesma auditoria nos três anos imediatamente posteriores ao término da vigência do contrato anterior (Decreto Estadual nº 41,356, de 13.06.2008), de modo a manter a independência dos auditores externos, privando-os dos “vícios” da atuação reiterada⁴⁵⁵.

Assinale-se, ainda, que o RIOPREVIDÊNCIA é o único fundo de previdência de servidores públicos do país aderente ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Mercado Aberto⁴⁵⁶, submetendo-se, portanto, não apenas à regulação do setor, como também a normas de autorregulação do mercado financeiro para a consecução de sua política de investimentos. O Fundo também se submete ao seu próprio Código de Ética, com especial enfoque nos deveres de confidencialidade e na prevenção de conflitos de interesses nos investimentos⁴⁵⁷, e a manuais corporativos internos, de observância obrigatória para seus servidores. Por outro lado, a maior concentração dos investimentos na indústria de fundos e, em especial, no segmento de renda fixa, demonstra não ter havido, até o momento, consideração dos elementos *ESG* nas decisões de investimentos.

Como se observa, o RIOPREVIDÊNCIA cumpre os requisitos previstos nas normas do Conselho Monetário Nacional e do Ministério da Previdência Social. Uma leitura atenta, porém, revelará que, curiosamente, muitos dos aspectos estruturais, de melhores práticas em investimentos e de governança foram adotadas pelo RIOPREVIDÊNCIA antes mesmo da edição dos regulamentos federais a que a autarquia se subordina. A explicação é simples: muitas dessas providências foram progressivamente adotadas *sponte propria* pelo RIOPREVIDÊNCIA desde 2007, em virtude da visão de seus dirigentes – oriundos da

⁴⁵⁵ A norma foi, posteriormente, replicada para outros órgãos e entidades da Administração Pública estadual (art. 4º, parágrafo único Decreto Estadual nº 41.368, de 27.06.2008). Ambos os diplomas estão disponíveis em http://www.fazenda.rj.gov.br/sefaz/faces/menu_structure/legislacao/legislacao-estadual-navigation/coluna1/menu_legislacao_decretos/Decretos-Financiera?_afLoop=529001112678000&datasource=UCMServer%23dDocName%3A206015&_adf.ctrl-state=e8n4uet4y_148. Acesso em: 05 fev. 2014.

⁴⁵⁶ Disponível em: <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=62>. Acesso em: 04 fev. 2014.

⁴⁵⁷ O Código de Ética do RIOPREVIDÊNCIA atualmente vigente foi aprovado em Portaria do Diretor Presidente (Portaria RIOPREVIDÊNCIA/PRE nº 202, de 23 de janeiro de 2012) e está Disponível em: http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/institucional/arquivos/codigo_etica_atual.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

Administração Pública Federal e do mercado financeiro –, que reconheciam a necessidade de se oferecer segurança aos segurados e dependentes do RPPS, aos órgãos de controle e, em especial, aos demais agentes do mercado.

Para que a autarquia pudesse ser identificada como um *investidor institucional* e, com isso, ampliar as possibilidades de cumprimento de seu desiderato legal na realização de investimentos, impunha-se oferecer *confiabilidade* ao mercado. Com isso, o RIOPREVIDÊNCIA tornou-se referência nacional entre os RPPS e, como se verifica no simples cotejo com fundos soberanos antes referidos, alinha-se com as práticas internacionais, pelo que inspirou os próprios entes reguladores na edição de parte considerável do arcabouço normativo da matéria⁴⁵⁸.

Por se tratar de uma autarquia estadual, as contas do RIOPREVIDÊNCIA se inserem nas contas de governo anualmente analisadas pela Assembleia Legislativa, com parecer prévio do Tribunal de Contas do Estado (TCE-RJ)⁴⁵⁹. A Corte de Contas, aliás, procede a inspeções ordinárias no RIOPREVIDÊNCIA e, caso haja indícios de irregularidades, também a inspeções extraordinárias. O Fundo também se sujeita à fiscalização do Ministério Público, da Secretaria de Políticas de Previdência Social (SPPS) do Ministério da Previdência Social – que, a rigor, faz as vezes de entidade reguladora do setor de regimes próprios de previdência social – e, no que concerne aos investimentos, à autorregulação da ANBIMA.

4.2.3 O Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (FETJ)

Trata-se de um *fundo especial* tal como previsto nos arts. 71 a 74 da Lei Federal nº 4.320/64. Foi instituído pela Lei Estadual nº 2.524, de 22.01.1996, posteriormente alterada pela Lei Estadual nº 2.836, de 19.11.1997. Presta-se o FETJ à modernização e ao aparelhamento do Poder Judiciário fluminense, aí incluídas: (i) a elaboração e a execução de programas e projetos; (ii) construção, ampliação e reforma de prédios próprios do Poder Judiciário e de imóveis objeto de comodato, bem como despesas de capital ou de custeio e respectivos encargos – excluídas, no entanto, as despesas de pessoal –; (iii) ampliação e

⁴⁵⁸ A informação é fruto de observação pessoal do autor, que, de 2007 a 2010, ocupou o cargo de Diretor Jurídico do RIOPREVIDÊNCIA, período em que foi desenvolvida boa parte da disciplina infralegal dos RPPS atualmente em vigor.

⁴⁵⁹ V., por exemplo, os relatórios das contas de governo de 2012, disponíveis em http://www.tce.rj.gov.br/web/guest/contas-de-governo-do-estado-do-rio-de-janeiro?p_auth=6UzxcAH7&p_p_id=relatoriogestaofiscal_WAR_tcerjrelatoriogestaofiscalportlet&p_p_lifecycle=1&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-1&p_p_col_count=1&relatoriogestaofiscal_WAR_tcerjrelatoriogestaofiscalportlet_searchValue=2012&relatoriogestaofiscal_WAR_tcerjrelatoriogestaofiscalportlet_javax.portlet.action=viewItem. Acesso em: 04 fev. 2014.

modernização de serviços de informática; e (iv) aquisição de material permanente. É, portanto, um fundo cujos recursos destinam-se à manutenção e ao funcionamento dos órgãos e serviços judiciários do Estado do Rio de Janeiro, isto é, um fundo de custeio, ao qual é expressamente vedado o pagamento de despesas com remuneração de magistrados e outros servidores (art. 2º, parágrafo único, da Lei Estadual nº 2.524/96)⁴⁶⁰.

O FETJ não dispõe de personalidade jurídica própria e, em virtude de seus objetivos, é totalmente integrado ao orçamento do Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro. Por outro lado, atende às determinações da Lei Federal nº 4.320/64, dispondo de registros contábeis próprios (art. 5º da Lei Estadual nº 2.524/96). Entre disponibilidades e recursos investidos, o FETJ possui ativos de quase R\$ 1,5 bilhão⁴⁶¹. O art. 3º da Lei nº 2.524/96 enumera suas fontes de receitas:

- Art. 3º Constituem receitas do Fundo Especial do Tribunal de Justiça - FETJ:
- I – dotações orçamentárias próprias;
 - II – custas e emolumentos indiciais;
 - III – auxílios, subvenções, contribuições e doações de entidades públicas e privadas, nacionais ou estrangeiras, destinadas a atender quaisquer das finalidades previstas no artigo 2º;
 - IV – transferências de recursos de entidades de caráter extra-orçamentário, que lhe venham a ser atribuídos, destinadas a atender as finalidades do artigo 2º;
 - V – as provenientes da prestação de serviços a terceiros, inclusive as impostas pela aplicação do selo holográfico de autenticidade e controles afetos à Corregedoria Geral da Justiça.
 - VI – as provenientes da inscrição em concursos públicos de ingresso no quadro de pessoal e em provas seletivas de estagiários junto aos Juízes de Direito de 1º grau ou aos órgãos auxiliares do Tribunal de Justiça, excetuadas as previstas na Lei Estadual nº 1.624/90⁴⁶²;
 - VII – as provenientes de inscrições para realização de cursos, simpósios, seminários e congressos promovidos pelo Tribunal de Justiça, excetuadas as previstas na Lei Estadual nº 1.624/90, e aquelas provenientes das atividades da Escola da Magistratura, bem como o mais que constitui o Fundo Especial da EMERJ;
 - VIII – as provenientes da venda de assinaturas os volumes avulsos de revistas, boletins ou outras publicações editadas pelo Tribunal de Justiça;
 - IX – as provenientes de aluguéis ou permissões de uso de espaços livres para terceiros onde funcionem as atividades do Poder Judiciário;
 - X – as provenientes do produto resultante da alienação de equipamentos, veículos ou outros materiais permanentes;

⁴⁶⁰ Cf. PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 6-7. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁶¹ Conforme dados apurados pelo cruzamento do balancete do fundo de investimento *BB FETJ FI Renda Fixa* com as disponibilidades de receita em *Fonte 10* (recursos próprios) do TJRJ, obtidos no sítio eletrônico da Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/quote/BGFETJ:BZ>. Acesso em: 23 fev. 2014.), no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (<http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 fev. 2014.) e em TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. DIRETORIA-GERAL DE PLANEJAMENTO, COORDENAÇÃO E FINANÇAS. **Relatório Gerencial Dezembro/2013**. Rio de Janeiro: TJRJ, 2014. Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/33101/resumo-finan-2013.pdf?v=1>. Acesso em: 23 fev. 2014.

⁴⁶² A Lei Estadual nº 1.624, de 12 de março de 1990, é o diploma que institui o Fundo Especial da Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro – EMERJ.

XI – as provenientes do produto resultante da alienação de material inservível ou dispensável;

XII – a remuneração oriunda de depósitos bancários ou aplicação financeira realizada em contas do próprio Fundo;

XIII – as provenientes das multas impostas aos delegatários na forma do art. 32, II, da Lei Federal nº 8.935, de 18 de novembro de 1994;

XIV – as provenientes de quaisquer outros ingressos extra-orçamentários.

O FETJ não possui estrutura administrativa própria, contando com os recursos humanos, técnicos e operacionais do próprio Tribunal de Justiça. Por ato do Presidente do Tribunal, designa-se, dentre os magistrados, o *gerente* do FETJ por períodos de dois anos. Segundo JESSÉ TORRES PEREIRA JÚNIOR, ao gerente, que responde diretamente à Presidência - ⁴⁶³, incumbe apenas a *curadoria das receitas* do Fundo ⁴⁶⁴. O autor bem descreve, no habitual exercício do seu poder de síntese, as limitadas atribuições do cargo:

“O Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (FETJ) posiciona-se, na estrutura organizacional do Judiciário estadual, como unidade subordinada diretamente ao Presidente do Tribunal. Rente a tal topografia, cumpre ao gerente do Fundo o desempenho de três funções primaciais: (a) gerenciar a arrecadação das receitas previstas em sua lei instituidora, de modo a manter completo controle sobre os ingressos, incluindo a imposição de multa quando de recolhimentos sonegados ou feitos com atraso, bem como a possibilidade de aplicar recursos no mercado, com o fim de obter receita financeira; (b) normalizar, no âmbito de competência do Fundo, entendimentos técnicos padronizados acerca de procedimentos que devam ser observados por serventias judiciais e extrajudiciais na arrecadação de taxas, custas, emolumentos e remunerações que constituam receitas legais do Fundo; (c) assegurar a disponibilidade dessas receitas ao ordenador de despesas, o que impõe ao gerente o dever funcional de sinalizar, com base em indicadores objetivos, eventual perda de posição de receita em face de aumento de despesa.”⁴⁶⁵

O suporte operacional do FETJ é feito pela Diretoria Geral de Planejamento, Coordenação e Finanças do Tribunal (DGPCF) – também diretamente subordinada à Presidência do TJRJ. Cumpre especificamente ao Departamento Financeiro da DGPCF o controle das contas bancárias e aplicações financeiras, de modo a manter o fluxo de caixa em condições de atender às responsabilidades diárias de pagamento⁴⁶⁶. No entanto, o gerente do FETJ não é ordenador de despesas nem se imiscui, em princípio, nas decisões administrativas de realização das despesas custeadas pelo Fundo:

⁴⁶³ Pela estrita letra da lei, a *administração superior* do FETJ incumbe ao Desembargador Presidente do TJRJ. No entanto, tem sido usual a submissão dos temas de maior vulto relacionados com o FETJ à deliberação colegiada do Órgão Especial, consoante o permissivo contido no Regimento Interno do Tribunal.

⁴⁶⁴ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 8-10. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁶⁵ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 10. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁶⁶ Cf. <http://www.tjrj.jus.br/web/guest/institucional/dir-gerais/dgpcf/df-atribuicoes>. Acesso em: 24 fev. 2014.

“Impõe-se o reconhecimento de distinção impeditiva de conflito de competências ou atribuições: ao Presidente do Tribunal compete a ordenação das despesas de qualquer natureza; ao gerente do FETJ cabe a curadoria de suas receitas, de modo a que se mantenham suficientes e desembaraçadas para cobrir as despesas ordenadas pelo Presidente.

A gerência do FETJ, por um lado, não participa, salvo se especificamente convocada a opinar em caso concreto, do processo decisório que fixa prioridades de despesas, nem da verificação de sua regularidade, a cargo do Presidente (na qualidade de seu ordenador) e dos órgãos de controle interno (no desempenho da competência prevista no art. 74 da CF/88). Mas, por outro, o gerente do Fundo não se alheia do comportamento da despesa em relação à disponibilidade das receitas. Deve emitir sinais de alerta e propor medidas, preventivas e corretivas, ao Presidente do Tribunal, sempre que o cenário dessa correlação suscitar preocupações acerca de desmedida elevação das despesas em relação à força das receitas. [...]”⁴⁶⁷

Ainda que não tenha participação no processo decisório das despesas do Tribunal, o gerente do FETJ pauta suas ações de acordo com a previsão de desembolsos do órgão. Com efeito, seus parâmetros de atuação estão no Plano de Ação Governamental do Poder Judiciário (PAG) aprovado pelo Órgão Especial da Corte, que descreve os projetos e programas do Tribunal de Justiça para cada quinquênio⁴⁶⁸, e nos Relatórios de Acompanhamento e Controle de Custos (RAC), elaborados trimestralmente pela Diretoria Geral de Planejamento, Coordenação e Finanças⁴⁶⁹.

O processo decisório das aplicações financeiras do FETJ não é minuciosamente previsto em lei. Como o gerente do Fundo é, forçosamente, magistrado, é de se presumir que dele não se exige *expertise* em investimentos financeiros, o que, no entanto, é suprido pelo suporte técnico oferecido pelo Departamento Financeiro da DGPCF, cuja especialização, mediante seleção e treinamento permanente dos recursos humanos, é objeto de atenção da Administração do Judiciário fluminense⁴⁷⁰. Não há, em princípio, esfera colegiada de decisões, nem tampouco um Comitê de Investimentos.

⁴⁶⁷ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 10. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁶⁸ O PAG atualmente em vigor, concernente ao quinquênio 2013-2018, foi aprovado pela Resolução TJ/OE/RJ nº 38/2013, do Órgão Especial do TJRJ, e está Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/1058816/resolucao-tjoe-38-13.pdf>. Acesso em: 24 fev. 2014.

⁴⁶⁹ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 10. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁷⁰ Nesse sentido, v. PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 8. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014,

Os critérios de aplicação financeira estão definidos em processo administrativo interno do TJRJ⁴⁷¹. A finalidade de custeio dos recursos do FETJ impõe a adoção de um perfil *conservador* de investimentos, que proteja os recursos do Fundo dos riscos próprios do mercado financeiro em si e, ainda, dos riscos concernentes à arrecadação das suas receitas⁴⁷², como informa JESSÉ TORRES PEREIRA JÚNIOR:

“Daí os critérios disciplinadores das aplicações financeiras do FETJ: vedam-se aquelas em papéis de renda variável, sujeitos às oscilações de mercado; direciona-se toda a receita diária em aplicações de renda fixa (RDB), com prazos pré-fixados (mínimo de 30 dias e máximo de 35 dias), de forma que os resgates ocorram em todos os dias úteis de cada mês; o valor diário a ser mantido em conta-corrente, disponível para saque pelo FETJ, deve bastar para atender aos cheques emitidos no dia, e obedecida margem não superior a R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) para honrar cheques de restituição de custas (eventual e comprovadamente recolhidas a maior pelas partes).”⁴⁷³

Atualmente, os recursos do FETJ são aplicados apenas em um único fundo de investimento aberto – que admite o resgate das cotas em qualquer tempo –, porém exclusivo, administrado pela subsidiária gestora de fundos do Banco do Brasil (BB Gestão de Recursos DTVM S/A). O *BB FETJ FI Renda Fixa* é um fundo passivo instituído nos termos da Instrução CVM nº 409/2004, cujo regulamento⁴⁷⁴ determina que pelo menos 80% (oitenta por cento) de sua carteira de investimentos deve ser composta por ativos de renda fixa atrelados a taxas de juros domésticas ou índices de inflação, ou ambos, diretamente ou por intermédio de derivativos (neste último caso, exclusivamente para fins de *hedge*, vedada a alavancagem). Os limites de alocação por classe de ativos são os seguintes: até 100% (cem por cento) em títulos públicos federais e/ou operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; até 50% (cinquenta por cento) em títulos renda fixa de instituições financeiras, inclusive depósitos a prazo com garantia especial (DPGE), desde que, nesse caso, o valor da aquisição, acrescida de sua remuneração tenha cobertura integral do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Confirma-se, com isso, o perfil *conservador* de investimentos.

⁴⁷¹ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 23. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁷² PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 24-25. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁷³ PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal, p. 25. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

⁴⁷⁴ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 fev. 2014

Atualmente, cerca de 93% (noventa e três) por cento da carteira do *BB FETJ FI Renda Fixa* são compostos por operações compromissadas de curto com títulos públicos federais; pouco mais de 6% (seis por cento) correspondem ao risco privado do fundo, consistente em depósitos a prazo e outros títulos emitidos por instituições financeiras; 0,121% (cento e vinte e um milésimos por cento) correspondem a títulos públicos federais pós-fixados⁴⁷⁵, atrelados a índice oficial de inflação (NTN-B)⁴⁷⁶; o restante abrange valores a receber e a pagar e, ainda, reduzida disponibilidade em dinheiro⁴⁷⁷.

Como se vê, a necessidade de maior liquidez, vez que se trata de recursos vinculados ao custeio do Poder Judiciário, é claramente refletida no *portfolio* do Fundo. Não há, no regulamento, indicação expressa do *benchmark* adotado, mas o sítio eletrônico da CVM aponta o *DI* de um dia⁴⁷⁸, um dos mais conhecidos indicadores do mercado brasileiro para os investimentos de curto prazo em renda fixa. Levantamento de mercado indica que a rentabilidade da aplicação nos últimos anos vem ultrapassando o *DI*⁴⁷⁹. A concentração do investimento do FETJ em fundo de investimento de renda fixa, com grande predominância de *risco soberano*, torna inaplicável, na prática, a consideração dos fatores *ESG* na decisão de investimento, assim como no caso do RIOPREVIDÊNCIA, anteriormente relatado.

No que concerne à *transparência*, o FETJ também a exhibe em alto nível. Está inserido na política de transparência institucional do próprio Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, que exhibe, em seus relatórios anuais de gestão financeira, as receitas do Fundo de forma consolidada e também analiticamente, discriminando as receitas arrecadadas na forma da Lei nº 2.524/96 e a remuneração dos investimentos financeiros, bem como as disponibilidades

⁴⁷⁵ “Quando um papel tem definida completamente a sua taxa de juros, dizemos que o papel é prefixado, ou seja, a sua remuneração total já está definida antecipadamente, na emissão do papel. Com o crescimento da inflação após a década de 60, a colocação de papéis prefixados ficou complicada, porque nenhum dos dois lados da operação (o captador e o aplicador) queria arriscar. Aí surgiram os papéis pós-fixados, que tinham uma taxa de juros e um indexador para corrigir o principal. A estes papéis foi dado o nome de papéis pós-fixados, porque não perdiam a característica de serem de renda fixa, mas não se sabia completamente qual o valor final dos juros. Isso somente seria sabido no resgate. [...]” (LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 117-118).

⁴⁷⁶ Cf. <http://www.bloomberg.com/quote/BBGFETJ:BZ>. Acesso em: 24 fev. 2014. Segundo GUSTAVO CERBASI, a NTN-B (Nota do Tesouro Nacional – Série B) é um “título cuja rentabilidade acompanha a variação do IPC-A, acrescida de juros previamente definidos no momento da compra (por exemplo, IPC-A + 6%, ou 6% ao ano acima da variação apurada pelo IPC-A). Sua principal característica é o pagamento semestral dos juros, ficando para a data de vencimento apenas a devolução do valor investido e os juros do último semestre de investimento. Também é considerado um investimento bastante conservador, por proteger o investidor da perda de poder de compra causada pela inflação. [...]” (CERBASI, Gustavo. **Investimentos Inteligentes**. Rio de Janeiro: Thomas Nelson Brasil, 2008, p. 143-144).

⁴⁷⁷ Cf. <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 fev. 2014.

⁴⁷⁸ O *DI* – tecnicamente, a *taxa DI* ou ainda, vulgarmente, o *CDI* –, é desta forma definido por IRAN SIQUEIRA LIMA *et alii*: “DI quer dizer Depósito Interfinanceiro e significa as operações de 1 dia feitas com Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). A taxa média ponderada destas operações é chamada de taxa DI. [...]” (LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 65).

⁴⁷⁹ Cf. <http://melhoresfundos.com/fundo/bb-fetj-fundo-de-investimento-renda-fixa>. Acesso em: 23 fev. 2014.

financeiras e as despesas realizadas com seus recursos⁴⁸⁰. As informações do FETJ também são veiculadas nos relatórios mensais de execução orçamentária das receitas e despesas (mensais e acumuladas do exercício financeiro)⁴⁸¹.

Outrossim, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro publica, em sua página eletrônica, todos os balanços de que trata a Lei nº 4.320/64, não apenas do Poder Judiciário, como especificamente do FETJ – estão disponíveis para consulta no *site* os balanços orçamentário, financeiro e patrimonial do Fundo e, ainda, a demonstração de suas variações patrimoniais⁴⁸². Por fim, o regulamento, as demonstrações financeiras, a composição do *portfolio* e as variações diárias de valor de cota, captações, resgates, patrimônio líquido e total da carteira do *BB FETJ FI Renda Fixa* estão disponíveis no *site* da CVM na rede mundial de computadores.

O FETJ é objeto de fiscalização interna – por intermédio da Diretoria Geral de Controle Interno (DGCOI), em especial por seu Departamento de Acompanhamento de Gestão (DEAGE), incumbido de exercer o acompanhamento da gestão contábil, orçamentária e financeira, e por seu Departamento de Auditoria e Inspeção (DEPAI), ao qual incumbe a realização das atividades operacionais e de conformidade e inspeções administrativas, dentre outras funções⁴⁸³. O *BB FETJ FI Renda Fixa* contrata, por exigência do art. 84 da Instrução CVM nº 409/2004 e de seu regulamento, auditoria externa independente para análise das suas demonstrações financeiras.

Quanto ao controle externo, submete-se também, no bojo das contas do Poder Judiciário, à fiscalização das contas anual realizada pela Assembleia Legislativa, com parecer prévio do TCE-RJ – como, de resto, são fiscalizadas as contas da Administração Pública em todos os Poderes – e, ainda às inspeções ordinárias e extraordinárias da Corte Estadual de Contas. Ademais, o FETJ, porquanto totalmente inserido no orçamento do Tribunal de Justiça do Estado, também é fiscalizado pelo Conselho Nacional de Justiça (CNJ), constitucionalmente incumbido, na forma do art. 103-B, § 4º, do controle da atuação administrativa e financeira dos tribunais. Não é demais lembrar, por fim, que o *BB FETJ FI Renda Fixa* se sujeita à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que a *BB*

⁴⁸⁰ Cf. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. DIRETORIA-GERAL DE PLANEJAMENTO, COORDENAÇÃO E FINANÇAS. **Relatório Gerencial Dezembro/2013**. Rio de Janeiro: TJRJ, 2014. Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/33101/resumo-finan-2013.pdf?v=1>. Acesso em: 23 fev. 2014.

⁴⁸¹ Os referidos relatórios estão disponíveis na página de transparência institucional do Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro: <http://www.tjrj.jus.br/transparencia>. Acesso em: 24 fev. 2014.

⁴⁸² As demonstrações mais recentes, relativas ao exercício de 2012, estão disponíveis em <http://www.tjrj.jus.br/web/guest/transparencia/balancos-lei-4320-64/exercicio-2012>. Acesso em: 05 mar. 2014.

⁴⁸³ Cf. <http://www.tjrj.jus.br/web/guest/institucional/dir-gerais/dgcoi/atribuicoes>. Acesso em: 24 fev. 2014.

Gestão de Recursos DTVM S/A, como antes mencionado, é aderente às normas de autorregulação da ANBIMA.

4.3 Análise geral

Adotando-se a proposta do FMI para a classificação dos fundos soberanos – guardadas, é claro, as devidas proporções –, o RIOPREVIDÊNCIA poderia ser, com alguma tranquilidade, considerado um *fundo de reserva de contingência de pensões*, em situação de fato bastante semelhante à do GPIF japonês, já compelido a proceder a desembolso para cobertura de déficits previdenciários. O FETJ, por sua vez, seria uma espécie análoga a um *fundo de desenvolvimento*, porquanto direcionado ao financiamento dos custos de manutenção, aperfeiçoamento e expansão do Poder Judiciário. Maiores problemas, no entanto, surgem na classificação do FSB, único fundo soberano propriamente dito da amostra: o art. 1º da Lei nº 11.887/08 enumera tanto objetivos próprios de um *fundo de estabilização* (mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos), como finalidades de um *fundo de poupança* (formação de poupança pública) e, ainda de um *fundo de desenvolvimento* (fomento de projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior).

Curiosamente, no entanto, dois desses objetivos, na verdade, possuiriam, em tese, caráter mais *instrumental* aos demais, o que se infere do disposto no art. 5º da Lei nº 11.887/08, que só admite resgates do FSB para a mitigação dos ciclos econômicos. Portanto, a *formação de poupança*, por exemplo, serve unicamente à constituição de reservas para medidas econômicas anticíclicas. O mesmo se poderia dizer quanto à *realização de investimentos em ativos no Brasil e no exterior*, que, em princípio, só se justificaria para as mesmas medidas anticíclicas ou para fomento de projetos estratégicos do país no exterior.

Ocorre que os investimentos em ativos nacionais têm sido, desde a criação do FSB, o objetivo mais relevante na condução de seus investimentos, que privilegiaram as aplicações em ações do Banco do Brasil e da Petrobras até 2012, quando foi constituída a Carteira Especial 2, composta por numerário mantido na subconta remunerada da Conta-Única do Tesouro Nacional. Tamanha multiplicidade de objetivos gera, como se demonstrará no Capítulo seguinte, dificuldades na avaliação de desempenho dos investimentos, uma vez que torna indefinido o perfil de investimentos e prejudica, quando não impede, o estabelecimento de expectativas de rentabilidade e a fixação de *benchmarks* adequados, o que, ao fim e ao cabo, pode enfraquecer os mecanismos de controle.

4.3.1 O órgão de administração superior e outras características de independência

Tal como se dá com os fundos soberanos, a destinação final dos recursos investidos será crucial para a apuração do grau de independência dos fundos e para seu desenho institucional. Na amostra nacional analisada, nenhum dos fundos é completamente independente: no caso do FSB e do FETJ, a circunstância de serem espécies de fundos de desenvolvimento cria uma relação de considerável dependência dos governos, que se reflete na própria definição dos órgãos de administração superior – no primeiro caso, um colegiado de três Ministros de Estado (CDFSB); no segundo, a própria Presidência do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, que, para matérias mais relevantes, deliberará em conjunto com o Órgão Especial da Corte.

Quanto ao RIOPREVIDÊNCIA, a dependência é um pouco mitigada, em função da composição do respectivo Conselho de Administração, que inclui representantes dos segurados e beneficiários do regime previdenciário dos servidores públicos estaduais. No entanto, dos 15 (quinze) membros do CONAD, 6 (seis) membros natos são titulares de cargos em comissão do Poder Executivo (portanto, de livre nomeação e exoneração pelo Governador do Estado) e outros 4 (quatro) são indicados pelos Chefes dos Poderes Legislativo e Judiciário, do Ministério Público e do Tribunal de Contas do Estado, sem que haja qualquer previsão normativa de períodos fixos ou mandatos – nesse cenário, a baixa interferência do governo na gestão do Fundo se dará mais por eventual virtude dos agentes políticos envolvidos do que pela questão estrutural. Demais disso, a existência de considerável déficit atuarial e obrigação presente do RIOPREVIDÊNCIA de custeio dos benefícios já concedidos reforça a imbricação de sua gestão com os desígnios governamentais.

É possível, portanto – e confirmando a visão que se desenhou na análise da amostra de fundos soberanos do Capítulo anterior – estabelecer uma relação direta entre a dependência governamental dos entes incumbidos dos investimentos financeiros estatais e o uso dos recursos (e seus rendimentos) para o custeio de despesas correntes ou para outras “necessidades financeiras de curto prazo” (se é que pode ser compreendida como tal a “formação” do superávit primário com recursos resgatados do FSB), seja pela própria destinação legal das receitas, seja em virtude do eventual desequilíbrio das contas públicas, que, na prática, confere aos fundos especiais, para além de seus objetivos primordiais, funções acessórias de estabilização fiscal.

Cabe observar, ainda, que não é relevante, na amostra nacional, uma característica bastante frequente nos fundos soberanos analisados no Capítulo anterior, consistente na

vedação do exercício de funções na administração superior por indivíduos integrantes da Administração Pública, como garantia de independência. Há, basicamente, duas razões para isso: primeiramente, pela menor independência dos fundos brasileiros analisados; em segundo lugar, porque no Brasil, diversamente do que se dá em outros países, os servidores públicos estatutários, titulares de cargos de provimento efetivo, possuem *estabilidade* (art. 41 e parágrafos da Constituição Federal⁴⁸⁴), de modo que, no caso de serem designados servidores de carreira para tais funções, sujeitar-se-ão a pressões governamentais relativamente menores.

4.3.2 O órgão de direção executiva

Dois fundos da amostra possuem órgãos especialmente dedicados às funções de direção executiva. O RIOPREVIDÊNCIA possui uma Diretoria Executiva colegiada, ao passo que o FETJ conta com um gerente singular suas decisões administrativas; o FSB, por seu turno, confia boa parte das decisões gerenciais à Coordenação-Geral do Fundo Soberano do Brasil (órgão singular da Secretaria do Tesouro Nacional), que, no entanto, são condicionadas à autorização do Conselho Deliberativo (CDFSB), o que importa significativa restrição de autonomia. Vale dizer, a administração superior não se restringe ao planejamento dos investimentos, imiscuindo-se na das decisões de investimento propriamente ditas, o que, em princípio, pode prejudicar a agilidade da decisão, fundamental na dinâmica do mercado financeiro.

Os fundos nacionais pesquisados indicam, pois, uma relação direta aferível entre independência, divisão clara entre administração superior e direção executiva e colegialidade desta última, de tal modo que, quando a direção executiva é exercida por órgão singular, tende a ser menor a independência em relação ao governo e tende a ser maior a concentração de

⁴⁸⁴ Art. 41. São estáveis após três anos de efetivo exercício os servidores nomeados para cargo de provimento efetivo em virtude de concurso público.

§ 1º O servidor público estável só perderá o cargo:

I - em virtude de sentença judicial transitada em julgado;

II - mediante processo administrativo em que lhe seja assegurada ampla defesa;

III - mediante procedimento de avaliação periódica de desempenho, na forma de lei complementar, assegurada ampla defesa.

§ 2º Invalorada por sentença judicial a demissão do servidor estável, será ele reintegrado, e o eventual ocupante da vaga, se estável, reconduzido ao cargo de origem, sem direito a indenização, aproveitado em outro cargo ou posto em disponibilidade com remuneração proporcional ao tempo de serviço.

§ 3º Extinto o cargo ou declarada a sua desnecessidade, o servidor estável ficará em disponibilidade, com remuneração proporcional ao tempo de serviço, até seu adequado aproveitamento em outro cargo.

§ 4º Como condição para a aquisição da estabilidade, é obrigatória a avaliação especial de desempenho por comissão instituída para essa finalidade.

decisões de cunho gerencial na administração superior, que não se limita ao planejamento e à estratégia.

No que concerne, por seu turno, à especialização funcional da direção executiva, tem-se por atendida nos três casos: a própria formação profissional exigida dos servidores públicos integrantes dos quadros da Secretaria do Tesouro Nacional, bastante concentrada nas áreas de economia e finanças, supre a necessidade de qualificação, máxime diante dos permanentes esforços de capacitação da equipe; o mesmo empenho se vê no âmbito do FETJ, que, conquanto obrigatoriamente dirigido por um magistrado, oferecerá a este o suporte técnico capacitado dos órgãos de planejamento e controle financeiro do Tribunal de Justiça; o RIOPREVIDÊNCIA, por fim, tem por norma a exigência de certificação profissional em investimentos do Diretor de Investimentos e da equipe a ele subordinada.

De resto, as mesmas considerações quanto às vedações, existentes em alguns fundos soberanos no exterior, de exercício das funções de direção executiva por membros da Administração Pública são suavizadas, da mesma forma que se dá no caso da administração superior, pela estabilidade dos servidores públicos estatutários – *a fortiori*, no caso específico do FETJ, em que o gerente, por ser magistrado, é titular de cargo público *vitalício* (art. 95, I, da Constituição⁴⁸⁵).

4.3.3 O processo decisório de investimento

A amostra inteira tem, como ponto comum, a tomada de decisões de investimento com base em planejamento da administração superior. O FSB pauta suas aplicações na *Política de Investimentos* aprovada pelo CDFSB; o RIOPREVIDÊNCIA, por sua vez, no Plano Anual de Investimentos aprovado pelo Conselho de Administração; o FETJ, finalmente, comporta-se dentro do espectro permitido pelo *Plano de Ação Governamental* do Poder Judiciário fluminense, aprovado pelo Órgão Especial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, e de critérios estabelecidos em processo administrativo interno. De comentar, apenas, que o PAG do Tribunal não veicula diretrizes específicas de investimentos – as fontes de pesquisa consultadas indicam que existe uma preocupação maior com o aperfeiçoamento das estruturas

⁴⁸⁵ Art. 95. Os juízes gozam das seguintes garantias:

I - vitaliciedade, que, no primeiro grau, só será adquirida após dois anos de exercício, dependendo a perda do cargo, nesse período, de deliberação do tribunal a que o juiz estiver vinculado, e, nos demais casos, de sentença judicial transitada em julgado;

de arrecadação das fontes de receita do FETJ do que com as receitas financeiras – e que não se obteve conhecimento do teor do mencionado processo administrativo.

Dos três fundos pesquisados, dois deles possuem órgãos consultivos para os investimentos: o FSB conta com a CPLIN, composta por servidores da STN e diretamente vinculada ao Conselho Deliberativo – demonstrando-se, novamente, a fraca divisão de atribuições entre a administração superior e a direção executiva –, enquanto o RIOPREVIDÊNCIA tem um Comitê de Investimentos integrado pelo Diretor de Investimentos e por representantes das Secretarias Estaduais de Fazenda e Planejamento, que cuidam, respectivamente, da arrecadação e do orçamento do Poder Executivo. No FETJ, o órgão operacional dos investimentos – o Departamento Financeiro da Diretoria Geral de Planejamento, Controle e Finanças do Tribunal – também presta consultoria à gerência para os investimentos. Todavia, é possível afirmar que, dado o perfil atual de investimentos e a mecânica de sua operacionalização (que significa, na prática, a transferência da gestão a agentes externos), tal função resta bastante esvaziada.

4.3.4 O perfil de investimentos e a sua gestão

Novamente, a destinação final dos recursos influi no perfil de investimentos e na sua gestão. Em função das muitas restrições impostas pela Resolução CMN nº 3.922/10 e diante da sua obrigação de custeio dos benefícios atuais da previdência dos servidores públicos, aos investimentos do RIOPREVIDÊNCIA são de perfil *conservador*, concentrados em ativos de baixo risco – principalmente, títulos públicos federais – e realizados mediante aplicações em cotas de fundos de investimentos, como forma de mitigação de riscos. A segregação de massa, que bipartiu o Fundo nos planos financeiro e previdenciário, não chegou, por ora a causar substancial modificação no perfil dos investimentos; espera-se, no entanto, que os investimentos dos recursos do plano previdenciário se tornem menos conservadores, na medida em que os recursos estarão vinculados principalmente a benefícios futuros, permitindo um horizonte de longo prazo para as aplicações.

Analogamente, os investimentos do FETJ são conservadores, em virtude da necessidade de liquidez e da menor obrigação de geração de rendimentos. Como o principal objetivo do FETJ era o de assegurar a independência financeira do Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro, transferindo-lhe a gestão dos recursos arrecadados com as custas e emolumentos judiciais, não há, em princípio, maior importância na acumulação de reservas,

sendo mais relevante a preservação do poder aquisitivo dos recursos. É o que justifica a concentração dos investimentos em operações com títulos públicos pós-fixados.

Quanto ao FSB, o perfil de investimentos é de *alto risco*. Atualmente, com mais de 80% (oitenta por cento) dos recursos resgatados e mantidos na Conta-Única do Tesouro Nacional, seria possível caracterizar-se um perfil mais conservador dos investimentos, lógica compatível com o art. 5º da Lei nº 11.887/08, que limita o uso dos recursos *resgatados* nas providências de mitigação dos ciclos econômicos (restrição que não se estabelece quanto à *aplicação* dos recursos do Fundo). Porém, considerando-se que, de acordo com o Tribunal de Contas da União, a medida tinha o condão de inflar artificialmente o superávit primário do Governo Federal, o perfil de investimentos parece alterar-se de acordo com as determinações governamentais.

O argumento merece ser mais desenvolvido. Até o mencionado resgate, os investimentos do FSB foram feitos por intermédio de um fundo de investimento multimercado – autorizado, por seu regulamento, a investir em diversas classes de ativos –, o FFIE, que se concentrou em ações de duas estatais (Banco do Brasil e Petrobras), carregando o risco sistemático da economia interna brasileira⁴⁸⁶. Em ambos os casos, o investimento teve cunho marcadamente *interventivo* (ou seja, foram casos de *investimento-fomento*), o que, como já explicitado no Capítulo 2 desta tese, normalmente são aplicações de alto risco. O próprio Relatório de Desempenho do FSB, aliás, demonstra que os investimentos no mercado interno perderam, no longo prazo, para a TJLP, seu *benchmark legal*⁴⁸⁷.

No que diz com a gestão, o FSB, ao concentrar seus investimentos no FFIE, adotou, na prática, a lógica da gestão terceirizada de suas aplicações, tendência revertida com o resgate das cotas ocorrido em 2012. De igual modo, a concentração dos investimentos do FETJ no *BB FETJ FI Renda Fixa* importa, em última análise, a gestão das aplicações financeiras do Fundo por gestor externo. Em ambos os casos, foi escolhida instituição financeira federal, providência indiscutivelmente adequada ao disposto no art. 164, § 3º, da Constituição Federal e do art. 24, VIII, da Lei Federal nº 8.666/93⁴⁸⁸. A gestão dos investimentos do

⁴⁸⁶ É bem de ver, a propósito, que as ações do Banco do Brasil e da Petrobras têm peso relevante na composição da carteira teórica do *Ibovespa*, principal índice do mercado de capitais brasileiro, composta pelos ativos mais negociados (cf. <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=Ibovespa&idioma=pt-br>. Acesso em: 04 mar. 2014).

⁴⁸⁷ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 13. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁴⁸⁸ Art. 24. É dispensável a licitação [...]

RIOPREVIDÊNCIA, como se viu anteriormente, é feita internamente, mediante a seleção de instituições financeiras (públicas ou privadas) credenciadas a receber, nos fundos de investimentos que administram, os recursos da autarquia – a Diretoria Executiva delibera quanto às aplicações e resgates de cada fundo.

Seria possível identificar, então, mais uma característica da amostra: quanto menor a divisão clara de tarefas entre a administração superior e a direção executiva, maior é a tendência da transferência da gestão dos investimentos a agentes externos, o que, de certa forma, recria uma instância de avaliação perdida com a confusão orgânica, na medida em que o gestor externo será controlado pelo ente investidor no que concerne ao seu desempenho e à sua adequação aos limites do respectivo mandato.

4.3.5 Investimento responsável

A concentração dos investimentos do RIOPREVIDÊNCIA e do FETJ em fundos de investimentos cujas carteiras são majoritariamente constituídas por títulos públicos federais esvazia as possibilidades de consideração dos fatores ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) nas decisões de investimentos, que, a rigor, não ocorrem. No caso do FSB, as aplicações em renda variável exibiram evidente caráter de intervenção econômica, direcionada à capitalização de companhias controladas pela própria União, o que denota a inexistência de função regulatória de cunho acessório.

Logo, a relação verificada é entre risco e fatores ESG, que se dá de modo inverso: quanto menor o risco dos investimentos financeiros – ou seja, quanto mais concentrado em renda fixa e, em particular, em títulos públicos federais –, menor é a consideração dos fatores ESG nas decisões de investimentos. Essa relação, no entanto, se subverte quando os investimentos perdem o caráter de busca de rentabilidade e adquirem a característica de *investimento-fomento*: quanto maior o caráter interventivo da aplicação, mesmo em renda variável – e, portanto, de maior risco –, menor é a relevância dos fatores ESG.

4.3.6 Gerenciamento de risco, *compliance* e mecanismos de controles internos e externos

VIII - para a aquisição, por pessoa jurídica de direito público interno, de bens produzidos ou serviços prestados por órgão ou entidade que integre a Administração Pública e que tenha sido criado para esse fim específico em data anterior à vigência desta Lei, desde que o preço contratado seja compatível com o praticado no mercado;

Todos os fundos da amostra nacional apresentam mecanismos internos de controle e gerenciamento de risco, específicos (como no caso do FSB, com a CCT, e do RIOPREVIDÊNCIA, com a Gerência de Controle Interno e Auditoria e o Conselho Fiscal) ou compartilhados (caso do FETJ, que faz uso das estruturas de controles internos do Tribunal de Justiça). Em todos os casos, os controles internos são vinculados diretamente à administração superior, o que garante a sua independência. O FETJ, ao que consta, é o único não auditado por empresa de auditoria externa independente.

Também é ponto comum entre todos a existência de múltiplos controles externos. Todos têm suas contas submetidas à fiscalização e parecer prévio dos respectivos Tribunais de Contas (do Estado e da União, conforme o caso) e, posteriormente, julgadas pelo Poder Legislativo. Os fundos geridos por órgão ou entidade do Poder Executivo (FSB e RIOPREVIDÊNCIA) também são sujeitos a auditoria interna governamental. Por fim, RIOPREVIDÊNCIA e FETJ são fiscalizados pelos órgãos de controle externo das atividades administrativas dos órgãos ou entidades (SPPS/MPS e CNJ, respectivamente).

É de se destacar, outrossim, que, distintamente do que ocorre com os fundos soberanos da amostra analisada no Capítulo anterior, não há órgãos encarregados do trato da política remuneratória da direção executiva, questão sensivelmente minorada em função da reserva de lei para matéria de remuneração dos agentes públicos e da fixação constitucional dos limites remuneratórios máximos para o funcionalismo público (art. 37, X e XI).

4.3.7 Transparência

Como antes assinalado, o alto grau de transparência do FSB, RIOPREVIDÊNCIA e do FETJ se verifica pelo acesso simplificado às demonstrações financeiras e demais informações nos respectivos sítios eletrônicos. No entanto, apenas os dados específicos sobre os *investimentos* do FETJ, ainda que disponíveis, demandam maior esforço de pesquisa e cruzamento de informações de transparência institucional do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro com as disponibilizadas pela CVM relativamente ao *BB FETJ FI Renda Fixa*.

De igual modo, não há no *site* do Poder Judiciário fluminense dados quanto ao desempenho dos investimentos ou o *benchmark* adotado, sabendo-se que é matéria tratada em processo administrativo interno, não revelado ao público, mas que, com a devida vênia, mereceriam divulgação mais ampla, sobretudo diante da indiscutível evolução institucional do TJRJ em termos de transparência e da eficiência na gestão dos investimentos do FETJ, verificada nesta pesquisa.

4.4 Considerações finais

O levantamento de informações neste Capítulo e no anterior permitem a comparação entre a realidade do cenário internacional de fundos soberanos, mais desenvolvido, com o incipiente quadro dos fundos de investimento públicos internos do Brasil. Como resultado dessa comparação, será possível elaborar padrões estruturais, operacionais e materiais de investimentos.

Será o momento, então, de retomar a metodologia dedutiva dos primeiros Capítulos e, à luz dos pressupostos teóricos então delineados, propor parâmetros jurídicos para uma disciplina geral dos investimentos financeiros estatais. O desafio é grande e não pode, em absoluto, ser esgotado nesta obra, mas será enfrentado com o necessário caráter científico.

5 DISCIPLINA E CONTROLE DO ESTADO INVESTIDOR

5.1 Introdução

As experiências internacionais e nacionais anteriormente relatadas permitem, em um juízo crítico, identificar estruturas, sistemáticas operacionais e orientações que devem ser *adotadas*, mas também aquelas que devem ser *proibidas* ou, quando menos, *evitadas*. Com efeito, é possível, por indução, apontar as práticas mais aceitas nos exemplos estudados e, com as indispensáveis adaptações, propor sua aplicabilidade como normas gerais para os investimentos financeiros das entidades de direito público interno brasileiro. Evidentemente, impõe-se buscar justificativas econômicas e jurídicas para que cada uma das assim chamadas *melhores práticas* seja (ou, conforme o caso, já esteja) efetivamente incorporada ao arcabouço normativo próprio da matéria.

Por outro lado, mas na mesma linha de raciocínio, é necessário assinalar há estruturas e condutas inadequadas, seja por que não se amoldam à realidade brasileira, seja porque não se enquadram na disciplina jurídica do tema no país ou porque, mesmo *in abstracto*, podem ser economicamente insustentáveis⁴⁸⁹. Numa posição intermediária estarão as estruturas, os mecanismos e as condutas que, conquanto não sejam necessariamente reprováveis ou ilícitas sob a legislação brasileira, consistirão em medidas às quais se deverá recorrer apenas em caráter excepcional.

O objetivo, portanto, é propor parâmetros gerais para a instituição de uma disciplina aplicável, de modo geral, aos investimentos financeiros realizados pelas entidades de direito público interno. Ocorre que são inúmeras as hipóteses de investimentos financeiros do Estado – o Capítulo 4, aliás, descreveu exemplos bastante distintos entre si. É quase intuitivo que não se poderão estabelecer *standards* idênticos para modalidades tão díspares de investimentos, mas a ideia requer algum desenvolvimento.

Algumas estruturas voltadas à gestão de recursos públicos são, mais do que outras, voltadas à maximização da rentabilidade de seus investimentos. É o caso, por exemplo, dos fundos previdenciários vinculados a regimes financeiros de capitalização: uma vez que se pretende formar uma reserva de recursos para custeio não apenas dos benefícios já concedidos, como daqueles ainda a conceder no futuro, é fundamental que seja atingido o

⁴⁸⁹ Ressalte-se, desde já, que as limitações do autor quanto aos conhecimentos de micro e macroeconomia decerto restringirão a capacidade de apreciação do tema sob a óptica econômica, mas, mesmo assim, pede-se vênua para que se cometa a ousadia – evidentemente sujeita à crítica e à contradita. Quando possível, buscar-se-á amparo na literatura especializada.

melhor resultado financeiro possível – sempre dentro de adequados limites prudenciais –, de modo a que seja assegurada a existência de recursos para o pagamento dos benefícios devidos mesmo diante de alterações significativas na macroeconomia e da inexorável ampliação do universo de beneficiários da previdência ao longo do tempo, fruto, dentre outras razões, da melhora da expectativa de vida proporcionada pelo desenvolvimento econômico e pelo avanço da medicina.

É importante lembrar que, em casos como o dos fundos previdenciários, a Administração Pública tem pouca ou nenhuma ingerência sobre as despesas com o pagamento de benefícios, inteiramente vinculado pela Constituição e pela legislação de regência – resta à Administração, tão-somente, estimar as despesas futuras (mediante projeções atuariais) e, com base nos cálculos efetuados, projetar a receita necessária para o seu pagamento e, então, manejar os investimentos necessários ao longo do tempo para que se a tenha no momento apropriado.

Compare-se o exemplo, então, com estruturas dirigidas pura e simplesmente a gerir recursos especificamente destinados ao custeio de órgãos e entidades da Administração Pública. De uma forma geral, serão recursos cuja gestão terá foco maior na arrecadação e preservação das receitas arrecadadas (sobretudo em face da perda do poder aquisitivo decorrente da inflação) e, eventual e secundariamente, na formação de reserva para despesas emergenciais – portanto, será menor a necessidade de investimentos com rentabilidades elevadas. Assim se dará porque, em regra, as despesas de manutenção e custeio dos órgãos e entidades públicos apresentam, no longo prazo, curvas de crescimento pouco acentuadas – ressalvados os movimentos de expansão ou reorganização da máquina administrativa (ampliação ou melhoramento da estrutura física do órgão ou entidade, decorrente ou não de aumento do quadro de pessoal, como inauguração de novos prédios ou renovação de frota de veículos, aumento dos serviços terceirizados etc.), os custos tenderão a aumentar em escala mais próxima à da inflação, em virtude da correção dos preços dos insumos (energia elétrica, água, serviços de limpeza, combustíveis, gêneros alimentícios etc.).

Perceba-se, ademais, que a Administração Pública, nesses casos, terá ingerência consideravelmente maior sobre as despesas, uma vez que será sua a decisão de mudar ou reformar a sede, de adquirir mais automóveis ou aumentar o número de postos dos serviços de limpeza ou de vigilância patrimonial. Mesmo que as necessidades fáticas sejam prementes, há espaço para discricionariedade administrativa e, mais ainda, para o controle de custos, especialmente porque, em considerável parte das contratações que a Administração Pública

fará, o contratado terá sido escolhido mediante a modalidade licitatória do pregão⁴⁹⁰, em que se sagra vitorioso o licitante que oferece o menor preço.

Infere-se da comparação feita acima – propositadamente entre extremos – que as regras para investimentos financeiros podem e devem ser distintas para cada caso. Com efeito, quando se buscam maiores rentabilidades, a exposição a maiores riscos é inevitável – devem ser toleradas modalidades de investimento mais arriscadas, mas o controle desses riscos, em contrapartida, deve ser consideravelmente maior. A possibilidade de maiores riscos deve ser necessariamente acompanhada de ferramentas de governança mais rígidas, capazes de permitir uma fiscalização mais efetiva da gestão dos recursos. Na verdade, a ideia também pode ser entendida desta forma: o atingimento de sucessivos e crescentes graus de governança deve ser *requisito* para ampliação das margens de liberdade nos investimentos.

Por outro lado, os investimentos de recursos destinados a despesas de manutenção e custeio, ou outras hipóteses em que a exigência de rentabilidade seja menor, devem ser limitadas por parâmetros mais conservadores, uma vez que será injustificável a maior exposição a risco. Em compensação, é possível cogitar o estabelecimento de menos exigências de governança, na medida em que mais reduzidas as chances de perda de recursos públicos: limitar-se-iam os instrumentos de controle àquilo que não ocasionasse uma burocratização desproporcional da atividade de investimento.

Logo, confirma-se a observação de ROZANOV, segundo a qual a destinação final dos recursos investidos é crucial para definir a estruturação dos investimentos e o grau de exposição a risco. As obrigações a serem posteriormente honradas com os recursos aplicados devem ditar a gestão desses recursos e, portanto, as estratégias de investimentos⁴⁹¹.

De todo modo, esta é uma premissa inafastável: investimentos financeiros, no nível de *investidor institucional*, não podem ser praticados com estruturas amadorísticas ou improvisadas. Por menor que seja, algum grau de sofisticação é indispensável, sob pena de sujeitar os cofres públicos a grande risco de prejuízo, eventualmente irreparável. É esse o alerta de ADAM D. DIXON:

“Efetuar tal estratégia de investimento requer um certo grau de sofisticação institucional ou, pelo menos, a capacidade de delegar essa estratégia externamente a um mercado competitivo de consultores e gestores de ativos. Em outras palavras, investir em nível institucional requer ao menos um mínimo de sofisticação de prática

⁴⁹⁰ Disciplinado pela Lei Federal n.º 10.520/2002.

⁴⁹¹ ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 288. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013. V. *supra*, Capítulo 3.

financeira e estrutura organizacional para movimentar tão grandes somas de dinheiro dentro de mercados e classes de ativos e entre os mesmos.”⁴⁹²

Antes, porém, é necessário revisitar a questão, já mencionada *em passant* no Capítulo 1, de uma suposta limitação extraída do art. 164, § 3º, da Constituição Federal para os investimentos financeiros estatais. Impende demonstrar por que o referido dispositivo constitucional não é impeditivo das aplicações financeiras dos entes públicos nem tampouco os restringe às instituições financeiras estatais.

5.2 O art. 164, § 3º, da Constituição Federal: limites para os investimentos financeiros estatais?

Como já se afirmou no Capítulo 1, o art. 164, § 3º, da Constituição Federal não se traduz em vedação constitucional aos investimentos financeiros. Ao revés, a leitura do dispositivo em conjunto com as demais normas constitucionais – em particular, os princípios da *eficiência*, da *economicidade* e da *proporcionalidade*, bem como da *equidade intergeracional* – apontarão no sentido da sua plena viabilidade. Para tanto, é necessário vencer a interpretação literal do enunciado. Permita-se, mais uma vez, a sua transcrição:

Art. 164. [...]

§ 3º - As *disponibilidades de caixa* da União serão *depositadas* no banco central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em *instituições financeiras oficiais*, *ressalvados os casos previstos em lei*.

A literalidade da disposição constitucional acima reproduzida exige a manutenção das disponibilidades de caixa dos Estados e Municípios em instituições financeiras oficiais – salvo nas exceções legalmente previstas – e as da União, no Banco Central do Brasil. Parece haver, portanto, duas restrições constitucionais para a realização dos investimentos, quais sejam:

⁴⁹² DIXON, Adam D.. The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution? **New Political Economy**, Bristol, v. 13, n. 3, p. 249-270, set. 2008, p. 15. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090860. Acesso em: 13 ago. 2013. Tradução livre do inglês: “To effectuate such an investment strategy requires a certain degree of institutional sophistication or at least a capacity to delegate this strategy externally to a competitive market of consultants and asset managers. In other words, investing at the institutional level requires at least a minimum of sophistication of financial practice and organisational structure to move such large sums of money in and between markets and asset classes.”

1. primeiramente, seria possível alegar a inviabilidade de *qualquer* investimento financeiro estatal, de tal modo que os Tesouros Nacional, Distrital, Estaduais e Municipais deveriam simplesmente manter suas *disponibilidades de caixa* em *bancos oficiais* e, no caso da *União*, *exclusivamente no Bacen*;
2. ainda que se admitissem os investimentos financeiros estatais, os mesmos só poderiam ser realizados por intermédio de *instituições financeiras oficiais*, i.e., *públicas*, excluindo-se, em princípio, os bancos e instituições financeiras do setor privado. Quando menos, tal entendimento restringiria as possibilidades de escolha às instituições financeiras estatais – em especial, o Banco do Brasil (e sua subsidiária de gestão de recursos de terceiros, a *BB Gestão de Recursos DTVM S/A*) e a Caixa Econômica Federal, além dos poucos bancos estaduais que não foram privatizados.

O primeiro obstáculo já foi enfrentado nos Capítulos 1 e 2 deste trabalho, de cujas considerações se extrai a seguinte observação: *não investir, em nenhuma hipótese, significa sujeitar o Estado ao ônus de suportar o custo de oportunidade, o que se afigura econômica e juridicamente injustificável*. Persiste a questão literal.

Mas há detalhes importantes a observar. Com efeito, a visão do art. 164, § 3º, da Constituição Federal há de ser considerada mutável no tempo, de acordo com a compreensão dos conceitos de *disponibilidade de caixa* e *instituição financeira oficial*, bem como da locução *ressalvados os casos previstos em lei*. Na última década – não por acaso, posteriormente à onda de privatizações das instituições financeiras estaduais –, a questão vem sendo enfrentada com alguma frequência pela jurisprudência do Supremo Tribunal Federal. Permita-se a referência a alguns julgados significativos.

O primeiro deles é o do julgamento da *Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade 2.600-MC* (Pleno, Rel. Min. ELLEN GRACIE, j. 24.04.2002), cuja ementa enuncia, *verbis*:

“EMENTA: Ação direta de inconstitucionalidade. Medida cautelar. Artigo 3º da Emenda Constitucional nº 37, do Estado do Espírito Santo. Nova redação conferida ao art. 148 da Constituição Estadual, determinando que as disponibilidades de caixa do Estado, bem como as dos órgãos ou entidades do Poder Público Estadual e das empresas por ele controladas, sejam depositadas na instituição financeira que vier a possuir a maioria do capital social do BANESTES, decorrente de sua privatização, na forma definida em lei. Aparente ofensa ao disposto no art. 164, § 3º da Constituição, segundo o qual as disponibilidades financeiras de Estados, Distrito Federal e Municípios, bem como as dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, devem ser depositadas em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei. Tal lei exceptiva há que ser a lei ordinária federal, de caráter nacional. Existência, na Lei Complementar federal nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), de previsão segundo a qual as disponibilidades de caixa dos entes da Federação serão depositadas conforme estabelece o § 3º do art. 164

da Constituição (art. 43, caput). Ofensa, ademais, ao princípio da moralidade previsto no artigo 37, caput da Carta Política. Medida cautelar deferida.”

No caso, foi declarada a inconstitucionalidade de emenda à Constituição do Estado do Espírito Santo, segundo a qual, no processo de privatização do BANESTES, a instituição financeira privada que adquirisse o respectivo controle acionário passaria a ser depositária das disponibilidades de caixa daquela unidade federada. Para tanto, três foram os argumentos esgrimidos pela Corte: (i) seria incompatível com o art. 164, § 3º, da Constituição uma norma que *determinasse* o depósito das disponibilidades de caixa do Estado em instituição financeira privada, que não seria *oficial*; (ii) a lei a excepcionar a obrigatoriedade dos bancos oficiais, prevista na parte final do dispositivo constitucional em lume, seria necessariamente *federal* (ou melhor, *nacional*); (iii) a restrição às instituições oficiais configuraria uma exigência de *moralidade*. É interessante observar, por outro lado, que o Min. NELSON JOBIM, em declaração de voto, atenta para o movimento de privatizações dos bancos estaduais e pondera que a exceção aberta pela norma constitucional se prestaria aos casos em que, *inexistindo* banco oficial em determinado local, a lei autorizasse o depósito das disponibilidades de caixa em bancos privados.

A tese foi ratificada no julgamento da *Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade* nº 2.661-MC (Pleno, Rel. Min. CELSO DE MELLO, j. 05.06.2002), expressamente tributário do precedente acima referido⁴⁹³. Na oportunidade, o Relator aprofundou a argumentação a respeito da questão da *moralidade administrativa*, reconhecendo na previsão constitucional a *ratio* de impedir privilégios de instituições privadas.

O STF voltou ao tema no julgamento da *Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade* nº 3.075-MC (Pleno, Rel. Min. GILMAR MENDES, j. 19.12.2003), assim ementado:

“EMENTA: Ação direta de inconstitucionalidade. 2. Lei estadual nº 14.235/03, do Estado do Paraná, que (I) proíbe o Poder Executivo estadual de iniciar, renovar, manter, em regime de exclusividade a qualquer instituição bancária privada, as contas dos depósitos do sistema de arrecadação dos tributos estaduais, sistema de movimentação de valores e pagamentos SIAF - Sistema Integrado de Administração Financeira e Conta do Tesouro Geral do Estado/conta receita, conta única, contas dos fundos e programas, contas dos depósitos e movimentação das entidades da administração indireta e fundações públicas, bem como as disponibilidades dos fundos estaduais e pagamentos do funcionalismo público, sem a realização de respectivo processo licitatório (art. 1º da Lei impugnada); (II) obriga o Poder Executivo estadual a manter toda a movimentação financeira descrita no art. 1º da Lei impugnada em

⁴⁹³ BRASIL. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. PLENÁRIO. **Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.661-MC**. Relator Min. CELSO DE MELLO. Julgamento em 05.06.2002. Publicado no Diário da Justiça de 23.08.2002, p. 70.

instituição financeira oficial, nos termos dos arts. 164 e 240, das Constituições Federal e Estadual, respectivamente; (III) determina caber ao Poder Executivo estadual a revogar, imediatamente, todos os atos e contratos firmados nas condições previstas no artigo 1º desta Lei. 3. Potencial ofensa ao princípio da reserva da Administração. Precedentes: ADI 2364, Rel. Min. Celso de Mello, DJ de 14.12.2001; ADI nº 1901, Rel. Min. Ilmar Galvão, DJ de 9.5.2003; ADI 1846, Rel. Min. Carlos Velloso (Informativo STF nº 116). 4. Plausibilidade da tese segundo a qual a lei impugnada estaria a incidir sobre espaço reservado à lei nacional (art. 164, § 3º, da Constituição). Precedentes: ADI 2600, Rel. Min. Celso de Mello, DJ de 25.10.2002; ADI 2661, Rel. Min. Celso de Mello, DJ de 23.8.2002. 5. Potencial ofensa ao princípio da segurança jurídica. 6. Cautelar deferida.”

Em longo debate, os Ministros JOAQUIM BARBOSA, AYRES BRITTO e MARCO AURÉLIO, vencidos em distintas extensões nesse julgado, foram enfáticos no argumento de que, quando a lei excetuasse a obrigatoriedade dos depósitos das disponibilidades de caixa em bancos oficiais, indispensável seria a licitação⁴⁹⁴.

No julgamento da *Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.578-MC* (Pleno, Rel. Min. SEPÚLVEDA PERTENCE, j. 14.09.2005), o entendimento foi novamente sufragado, e, novamente, o argumento de afronta à moralidade administrativa caminhou no sentido da violação específica da exigência constitucional de licitação (art. 37, XXI). Foi suspensa, na ocasião, a eficácia do art. 4º, § 1º, e do art. 29, *caput* e parágrafo único, ambos da Medida Provisória nº 2.192-70/2001, que estabeleciam que as disponibilidades de caixa dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como das demais entidades integrantes de suas Administrações Indiretas, poderiam ser depositadas em instituições financeiras em processo de privatização ou, findo este, na própria instituição adquirente do respectivo controle acionário, até o final de 2010, e os depósitos judiciais, até o seu regular levantamento, independentemente de licitação⁴⁹⁵.

Posteriormente, a Corte, de certo modo, flexibilizou sua posição. Segundo LAONE LAGO, o STF, nos últimos anos, vem definindo a *disponibilidade de caixa* pela exclusão de determinadas situações em que existe numerário sob a administração dos entes públicos, mas que já são, de alguma forma, comprometidos com pagamentos, seja de seus servidores, seja a fornecedores de bens e serviços ou outras hipóteses⁴⁹⁶, o que se iniciou com o julgamento do

⁴⁹⁴ Íntegra do julgamento Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=387224>. Acesso em: 04 mar. 2014.

⁴⁹⁵ BRASIL. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. PLENÁRIO. **Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.578-MC**. Relator Min. SEPÚLVEDA PERTENCE. Julgamento em 14.09.2005. Publicado no Diário da Justiça de 24 fev. 2006, p. 6.

⁴⁹⁶ LAGO, Laone. Licitação, disponibilidade de caixa e centralização da movimentação bancária da Administração Pública – Atratividade e Potencialidade desse ativo como fonte de aumento de receita. In FREITAS, Daniela Bandeira de; VALLE, Vanice Regina Lírio do (coord.). **Direito Administrativo e Democracia Econômica**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 49-51.

Recurso Extraordinário nº 444.056/MG (Rel. Min. CARLOS VELLOSO), ementado nos seguintes dizeres:

“EMENTA: CONSTITUCIONAL. ESTADOS, DISTRITO FEDERAL E MUNICÍPIOS: DISPONIBILIDADE DE CAIXA: DEPÓSITO EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS OFICIAIS. CF. ART. 164, § 3º. SERVIDORES MUNICIPAIS: CRÉDITO DA FOLHA DE PAGAMENTO EM CONTA EM BANCO PRIVADO: INOCORRÊNCIA DE OFENSA AO ART. 164, § 3º, CF. NEGATIVA DE SEGUIMENTO AO RE.”

No julgamento do Agravo Regimental na Reclamação nº 3872-6 (Pleno, Rel. para o acórdão Min. CARLOS VELLOSO, j. 14.12.2005), cuja ementa é praticamente idêntica, concluiu o STF que os depósitos para o pagamento das remunerações dos servidores não consistiam em disponibilidades de caixa, mas, tal como os valores devidos a fornecedores, são pagamentos de despesas, como previsto no art. 13 da Lei nº 4.320/64⁴⁹⁷. Dos debates travados na ocasião, colhem-se as seguintes observações:

⁴⁹⁷ Art. 13. Observadas as categorias econômicas do art. 12, a discriminação ou especificação da despesa por elementos, em cada unidade administrativa ou órgão de govêrno, obedecerá ao seguinte esquema:

DESPESAS CORRENTES

Despesas de Custeio

Pessoa Civil

Pessoal Militar

Material de Consumo

Serviços de Terceiros

Encargos Diversos

Transferências Correntes

Subvenções Sociais

Subvenções Econômicas

Inativos

Pensionistas

Salário Família e Abono Familiar

Juros da Dívida Pública

Contribuições de Previdência Social

Diversas Transferências Correntes.

DESPESAS DE CAPITAL

Investimentos

Obras Públicas

Serviços em Regime de Programação Especial

Equipamentos e Instalações

Material Permanente

Participação em Constituição ou Aumento de Capital de Empresas ou Entidades Industriais ou Agrícolas

Inversões Financeiras

Aquisição de Imóveis

Participação em Constituição ou Aumento de Capital de Empresas ou Entidades Comerciais ou Financeiras

Aquisição de Títulos Representativos de Capital de Empresa em Funcionamento

Constituição de Fundos Rotativos

Concessão de Empréstimos

Diversas Inversões Financeiras

Transferências de Capital

Amortização da Dívida Pública

Auxílios para Obras Públicas

Auxílios para Equipamentos e Instalações

- os Ministros MARCO AURÉLIO e EROS GRAU afirmaram que o Estado não dispõe de recursos para investimentos (visão, *data venia*, anacrônica, como demonstrado no Capítulo 1, *supra*);
- ambos enfatizaram, ainda, que a atribuição do recebimento de depósitos de recursos públicos a instituições privadas deve ser obrigatoriamente precedida de licitação;
- o Min. NELSON JOBIM assinalou que uma interpretação restritiva poderia importar a criação de uma “reserva de mercado em favor do Banco do Brasil” (*sic*)⁴⁹⁸;
- o Min. CEZAR PELUSO afirmou entender que o conceito de *disponibilidade de caixa* é *técnico-contábil* e não se confunde com verbas que, nos registros contábeis, são destinadas e postas à disposição de terceiros, seja pessoal, fornecedores etc.⁴⁹⁹.

Em recente julgado (Agravado Regimental no Agravado de Instrumento nº 837.677/MA, Rel. Min ROSA WEBER, j. 03.04.2012), a Primeira Turma do STF reiterou a jurisprudência:

“DIREITO CONSTITUCIONAL. DISPONIBILIDADE DE CAIXA, FOLHA DE PAGAMENTO DE SERVIDORES PÚBLICOS. DEPÓSITO EM INSTITUIÇÃO FINANCEIRA PRIVADA. INOCORRÊNCIA DE OFENSA AO ARTIGO 164, § 3º, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL.

O depósito de salário ou de remuneração de servidor público em instituição financeira privada não afronta o artigo 164, § 3º, da Constituição Federal, pois não se enquadra no conceito de disponibilidade de caixa. Precedentes.

Agravado regimental a que se nega provimento.”

O tema voltou à berlinda em casos apreciados pelo Conselho Nacional de Justiça, especificamente quanto à administração de *depósitos judiciais*. No *Procedimento de Controle Administrativo nº 515*, o CNJ determinou ao Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso que adequasse o seu sistema de conta única de depósitos judiciais ao disposto no art. 666, I, do CPC⁵⁰⁰, que estabelece uma *preferência* por instituições financeiras públicas, autorizando a custódia dos depósitos judiciais por bancos privados apenas na falta daquelas. O Conselheiro TÉCIO LINS E SILVA, Relator do processo, não invocou o art. 164, § 3º da Constituição, mas afirmou textualmente que o legislador fizera “uma clara opção pela primazia da segurança dos valores confiados em depósito à Justiça em detrimento das possíveis vantagens

Auxílios para Inversões Financeiras
Outras Contribuições.

⁴⁹⁸ No mesmo sentido, v. DALLARI, Adilson Abreu. Disponibilidades de Caixa e as Instituições Financeiras Oficiais. **Boletim de Direito Municipal**, São Paulo, v. 1, ano XVII, p. 7, jan. 2001.

⁴⁹⁹ Íntegra do julgamento em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=361977>. Acesso em: 07 mar. 2014.

⁵⁰⁰ Art. 666. Os bens penhorados serão preferencialmente depositados:

I – no Banco do Brasil, na Caixa Econômica Federal, ou em um banco, de que o Estado-Membro da União possua mais de metade do capital social integralizado; ou, em falta de tais estabelecimentos de crédito, ou agências suas no lugar, em qualquer estabelecimento de crédito, designado pelo juiz, *as quantias em dinheiro*, as pedras e os metais preciosos, bem como os papéis de crédito;

propiciadas pela livre e irrestrita concorrência entre as instituições bancárias”, sustentando que as instituições financeiras públicas seriam capazes de preservar os depósitos de oscilações comerciais e econômicas, uma vez que o erário se responsabilizaria pelos mesmos⁵⁰¹.

No julgamento de Pedido de Esclarecimentos apresentados no mesmo processo – análogo a embargos de declaração –, a decisão foi mantida, vindo o Conselheiro Relator acrescentar que “[a] denominação ‘banco Oficial’ refere-se, exclusivamente, às entidades financeiras que compõem a estrutura do Estado, vinculadas indiretamente à administração, cuja natureza é eminentemente pública”⁵⁰².

Posteriormente, o CNJ tornou a se manifestar sobre a questão no *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7*, no qual o Banco do Brasil postulou a declaração de nulidade de convênio celebrado entre o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro e o Banco Bradesco, que se havia sagrado vencedor em processo seletivo, e a realização de nova licitação. Em linhas gerais, o Banco do Brasil alegou: (i) a nulidade do processo seletivo, que não teria seguido a ritualística da Lei nº 8.666/93; (ii) a incidência do já mencionado art. 666, I, do CPC; e (iii) a supracitada decisão proferida pelo STF na *ADI nº 3.578-MC*, em que a Corte veiculou sua interpretação do art. 164, § 3º, da Constituição Federal.

O CNJ acolheu a postulação do Banco do Brasil, prolatando decisão assim ementada:

“EMENTA: DEPÓSITOS JUDICIAIS. CONTAS. ADMINISTRAÇÃO. OBRIGATORIEDADE DE LICITAÇÃO. PREFERÊNCIA LEGAL DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS OFICIAIS.

I – A administração de contas de depósitos judiciais constitui prestação de serviços por instituição financeira e a sua concessão pelo Poder Judiciário há de ser precedida de licitação, diante do disposto no artigo 37, inciso XXI, da Constituição Federal, e na Lei nº 8.666/93.

II – Nos termos do artigo 666, inciso I, do Código de Processo Civil e leis correlatas, os depósitos judiciais devem, preferencialmente, como regra, ser realizados em estabelecimento de crédito oficial, admitindo-se que o sejam em estabelecimento de crédito privado apenas na hipótese de inexistência daquele na localidade da sede do órgão do Poder Judiciário.

3 (*sic*) – Procedimento de Controle Administrativo de que se conhece e que se julga procedente.”⁵⁰³

O Conselheiro ALTINO PEDROZO DOS SANTOS, Relator do processo, sustentou que os depósitos judiciais são receitas em poder da administração do Judiciário e, portanto,

⁵⁰¹ Íntegra Disponível em:

<http://www.cnj.jus.br/acompanhamentoprocessualportal/faces/jsf/consultarandamentoprocessual/DocumentoElettronico.jsp?id=6939>. Acesso em: 07 mar. 2014.

⁵⁰² Íntegra Disponível em:

<http://www.cnj.jus.br/acompanhamentoprocessualportal/faces/jsf/consultarandamentoprocessual/DocumentoElettronico.jsp?id=7655>. Acesso em: 07 mar. 2014.

⁵⁰³ Íntegra Disponível em:

<http://www.cnj.jus.br/InfojurisI2/Jurisprudencia.seam?jurisprudenciaIdJuris=43698&indiceListaJurisprudencia=9&tipoPesquisa=LUCENE&firstResult=1>. Acesso em: 07 mar. 2014.

distinguir-se-iam do “depósito de salários de servidores, que se trata de despesa liquidada e se destina a um particular”, o que justificaria o enquadramento daqueles como *disponibilidades de caixa*. Destacou, ainda, que a opção por instituição privada em virtude de maior remuneração a ser auferida pelo Tribunal de Justiça fluminense com a “adjudicação” dos depósitos judiciais, “a par de desrespeitar frontalmente o princípio da legalidade, caracteriza indiscutível desvio de finalidade da administração pública, que é a perseguição do interesse público”, de tal modo que “a administração não se pode invocar ‘lucro’ em detrimento dos princípios que a regem”, forte na anacrônica percepção entranhada na cultura nacional quanto ao lucro estatal⁵⁰⁴.

As decisões do STF e do CNJ são criticáveis, *concessa venia*, por uma série de razões. Em primeiro lugar, porque se há de ter por correta a observação do Min. CEZAR PELUSO, por ocasião do julgamento do *Agravo Regimental na Reclamação nº 3872-6: disponibilidade de caixa* é um conceito contábil e deve ser interpretado como tal. A adoção do significado técnico do conceito, desprezando-se eventuais acepções leigas ou vulgares, é cabível quando o constituinte se imiscui na seara especializada (*in casu*, contábil-financeira), como ensina, dentre outros, PAULO GUSTAVO GONET BRANCO:

“Não há um critério absoluto e único para que se possa afirmar com certeza que um dado termo empregado pelo constituinte o foi em sentido leigo, técnico habitual ou se trata de uma inovação. [...] De toda sorte, é sustentável dizer que, *se o constituinte se dedica a disciplinar um assunto de cunho técnico, os termos de que se vale, em princípio, devem ser compreendidos como o são na área do saber especializado.* [...]”⁵⁰⁵⁻⁵⁰⁶

⁵⁰⁴ É interessante observar que, em declaração de voto vencido, o Conselheiro JOÃO ORESTE DALAZEN, em perspectiva próxima à adotada nesta tese, consignou: “[...] obviamente o **lucro** legítimo obtido em uma economia capitalista, como a nossa, não constitui nenhum pecado. Ao contrário, é fator determinante do desenvolvimento econômico, como bem demonstrou MAX WEBER, em “**A ética protestante e o espírito do capitalismo**”, ao explicar as razões de o capitalismo se haver desenvolvido inicialmente em países como a Inglaterra ou a Alemanha, precisamente por força de o protestantismo o instigar, diferentemente do catolicismo.” (grifo do original). A respeito, v. *supra*, Capítulo 1.

⁵⁰⁵ MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional**. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 98-99. O grifo é acrescentado.

⁵⁰⁶ O STF tratou do tema em inúmeros casos. Pede-se vênia para a referência ao paradigmático julgamento do *Recurso Extraordinário nº 346.084* (Pleno, Rel. para o acórdão Min. MARCO AURÉLIO, julgamento concluído em 09.11.2005, publicado no Diário de Justiça de 01.09.2006, p. 19), em que a Corte julgou inconstitucional o § 1º do art. 3º da Lei Federal nº 9.718/98, que ampliava o conceito constitucional de *faturamento* (art. 195, I), para também abarcar outras *receitas* nas hipóteses de incidência da COFINS. Na ocasião, concluiu-se que o *faturamento*, conceito oriundo do Direito Comercial, restringia-se às receitas de vendas e serviços, excluídas outras como, por exemplo, as receitas financeiras. É verdade que o art. 195 foi modificado pela Emenda Constitucional nº 20/98, passando a incluir expressamente outras receitas nas hipóteses de incidência da COFINS, mas a sua promulgação se deu após a edição da mencionada lei (ainda que em período de *vacatio legis*) – consignou o STF que o Direito Brasileiro não admitia a *constitucionalidade superveniente*. Como se percebe, o Tribunal se adstringiu ao conceito mercantil (técnico, portanto) de *faturamento*, desprezando a interpretação leiga.

No entanto, a própria jurisprudência do STF e, por conseguinte, também a jurisprudência administrativa do CNJ aprofundam a confusão conceitual, quando excluem da *disponibilidade de caixa* os *pagamentos devidos a terceiros* – é verdade que são coisas distintas, mas essa distinção é ainda maior do que, à época, se percebeu.

As *dívidas perante terceiros* – servidores, fornecedores etc. se inserem no *passivo circulante*, que representa as *obrigações* exigíveis em até doze meses da publicação das demonstrações contábeis. As disponibilidades de caixa, por seu turno, se incluem no *ativo circulante*, conjunto de *bens e direitos* realizáveis no mesmo período de doze meses, contados da publicação das demonstrações contábeis. Já os *depósitos judiciais*, uma vez que, do ponto de vista contábil, traduzem-se em *obrigações* perante os titulares dos valores depositados – a parte vencedora nas demandas em que o depósito garante o juízo – também se inserem no *passivo* do balanço patrimonial do Poder Judiciário e, no balanço financeiro, como *despesas extraorçamentárias*⁵⁰⁷.

Disso se infere que: (i) nem as dívidas perante terceiros (como o pagamento de remunerações a servidores ou de créditos de fornecedores) nem os depósitos judiciais podem ser confundidos com *disponibilidades de caixa*, vez que estas fazem parte do *ativo* e aqueles, do *passivo*⁵⁰⁸; (ii) se tanto os pagamentos a servidores ou a fornecedores como os depósitos judiciais se incluem no *passivo* e não no *ativo* do Poder Judiciário, não há sentido em distingui-los, sob o pálio do art. 164, § 3º, como fez, por via transversa, o CNJ; em outras palavras, se houvesse uma suposta exclusividade, constitucionalmente prevista, dos bancos estatais para os depósitos das disponibilidades de caixa, a mesma não se estenderia aos pagamentos a terceiros ou a depósitos judiciais.

A segunda razão do equívoco, embora calcada num dispositivo da lei processual que não se aplica ao tema ora em estudo (o art. 666, I, do CPC), demanda atenção pelo seu pano de fundo. A mencionada norma legal é, no mínimo, de duvidosa constitucionalidade,

⁵⁰⁷ Confiram-se, v.g., os balanços patrimonial e financeiro do Poder Judiciário do Rio de Janeiro referentes ao exercício de 2012, respectivamente, em <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/1513448/balanco-patrimonial-tj-2012.pdf> e <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/1513448/balanco-financeiro-tj-2012.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2014.

⁵⁰⁸ A mesma conclusão foi alcançada em percuciente parecer de LUÍS ROBERTO BARROSO, juntado pelo Banco Bradesco aos autos do *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7*. O documento está Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI61775,61044-Depositos+judiciais+CNJ+pode+retomar+no+dia+106+o+juulgamento+do>. Acesso em: 04 mar. 2014. O parecerista faz outra observação muitíssimo pertinente: “Uma outra situação, igualmente trivial, ilustra e corrobora o argumento. Como é notório, o Banco Central – onde a União deve depositar suas disponibilidades de caixa, a teor do mesmo art. 164, § 3º - não é o responsável pelo recebimento e administração dos depósitos judiciais efetuados no âmbito da Justiça Federal. Tampouco é o Banco Central que realiza os pagamentos a servidores ou fornecedores. Tais obrigações são cumpridas por intermédio de bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) e privados (Itaú, Real, Bradesco, Unibanco e outros), conveniados com os diferentes órgãos e entidades federais”.

considerando que estabelecer a preferência de instituições financeiras estatais importa violação ao art. 173, § 1º, II, da Carta Política de 1988⁵⁰⁹, que as submete a regime jurídico de direito privado e, portanto, lhes impõe submissão a igualdade de condições para competir com os agentes econômicos privados. Nesse sentido, o parecer de CANDIDO RANGEL DINAMARCO anexado ao *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7* do CNJ é preciso:

“Ora, como instituições financeiras que são, estruturadas e operantes como *empresas* e buscando lucros como toda empresa busca, o BANCO DO BRASIL e a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL integram a rede bancária nacional como todos os bancos do país integram, devendo receber tratamento isonômico em relação às demais instituições financeiras. Nem aquele nem este atua nas áreas nas quais a Constituição Federal estabelece o monopólio da UNIÃO (art. 177, incs. I-V); suas atividades estão muito longe de constituírem exercício delegado de funções como aquelas. Por isso, conceder preferências irracionais a essas instituições *oficiais* seria instituir privilégios inconstitucionais em desfavor de outras instituições, habilitadas tanto quanto elas a operar no mercado financeiro e, ainda, a dano dos depositantes.”⁵¹⁰

Não há, frise-se, como justificar, sob o prisma da isonomia, a criação de uma reserva de mercado – como bem observado pelo Min. NELSON JOBIM – em favor das instituições financeiras estatais, máxime após a onda de privatizações dos bancos estaduais, que colocaram o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal em posição ainda mais privilegiada. Nessa ordem de ideias, é insubsistente a alegação da maior segurança na operação dos bancos públicos: o aperfeiçoamento dos mecanismos regulatórios do Sistema Financeiro Nacional ocorrido nas últimas duas décadas⁵¹¹ conferiu maior segurança ao sistema como um todo. O Conselheiro JOAQUIM FALCÃO, em voto vencido no *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7*, feriu de morte o argumento. Em textual:

“[...] O argumento dos que defendem a exclusividade dos bancos de economia mista é que estes garantiriam melhor os depósitos do que os bancos estritamente privados. Confesso aos senhores que admitir hoje a hipótese de que os depósitos, seja no Bradesco, no Banco do Brasil, na Caixa Econômica Federal ou no Itaú possam estar correndo risco de perdas totais ou parciais de seu principal é hipótese *ad absurdo*. É fazer uma avaliação competitiva *ad terrorem*. Não vejo qualquer risco para os depósitos judiciais em nenhum destes bancos. [...]”

Em outras passagens de seu voto vencido, o Conselheiro JOAQUIM FALCÃO salientou que uma crise de liquidez conjuntural que atingisse as instituições financeiras, de

⁵⁰⁹ Art. 173. [...]

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre: [...]

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários;

⁵¹⁰ Documento Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI61775,61044-Depositos+judiciais+CNJ+pode+retomar+no+dia+106+o+juizamento+do>. Acesso em: 04 mar. 2014.

⁵¹¹ V. *supra*, Capítulo 2.

modo a afetar os levantamentos dos depósitos judiciais, provocaria substancialmente o mesmo procedimento para instituições estatais ou privadas: primeiro, o redesconto no Banco Central do Brasil; posteriormente, o aumento de capital, por iniciativa do acionista controlador (público ou privado). Recordou, ainda, que o art. 242 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), que excluía da falência as sociedades de economia mista, foi revogado pela Lei nº 10.303/01. Não há, portanto, *razão suficiente*⁵¹² para distinguir as instituições financeiras privadas e públicas nesse caso.

Não é demais recordar, ainda, que uma das principais razões para a privatização das instituições financeiras estaduais foi a disseminada má gestão, que decerto oferecia muito menos segurança às operações – tal circunstância, quando menos, enfraquece muito o argumento de moralidade em favor dos bancos estatais. A crítica de LUÍS ROBERTO BARROSO, conhecido o seu viés ideológico⁵¹³, é insuspeita:

[...] A desestatização de alguns setores no Brasil, por muito paradoxal que possa parecer, tornou-se uma forma de publicização, isto é, de devolução à sociedade de feudos apropriados privadamente. Não é difícil demonstrar a tese.

Quem já teve a oportunidade de examinar, por exemplo, como eram geridos os bancos públicos estaduais e os critérios de financiamento adotados, bem entende o que estou falando: dinheiro público era entregue, sem garantias e sem projetos socialmente comprometidos, aos amigos do poder. Este tratamento da *res publica* como bem privado é emblematicamente traduzido em frase atribuída a um ex-governador de um grande Estado da Federação, referindo-se com sarcasmo à sorte da instituição financeira oficial: ‘Quebrei o banco estadual, mas fiz meu sucessor.’ A frase, ao que se noticia, foi desmentida. Mas o fato real estava acima da retórica. [...]”⁵¹⁴

Por fim, a terceira razão para que se reconheça o equívoco do arcabouço jurisprudencial do STF e do CNJ é intimamente relacionado com o anterior: a interpretação do Direito – da Constituição e das leis a ela subordinadas – não pode ser descolada da

⁵¹² A máxima aristotélica de igualdade (*aquinoar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais, na medida em que se desigualem*) foi decomposta por ROBERT ALEXY, basicamente, nos seguintes termos: se *não há razão suficiente* para a distinção, o tratamento *igual é obrigatório*; se, no entanto, *há razão suficiente* para distinguir, o tratamento *distintivo é obrigatório* (ALEXY, Robert. **Teoría de los Derechos Fundamentales**. Trad. Ernesto Garzón Valdés. Tercera reimpresión. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1993, p. 382 e seguintes).

⁵¹³ Afirma o eminente jurista: “Não sou indiferente à ideologia do Estado mínimo que se apossou de boa parte do pensamento intelectual no Brasil. *Sou contra ela*. Em um país como o nosso, o Estado tem de estar presente, intensamente presente, para promover justiça social através das oferta de serviços públicos e utilidades essenciais, da disciplina que impeça o abuso do poder econômico e proteja o consumidor e o cidadão, do financiamento às atividades socialmente relevantes e, por exceção, na forma constitucional, até na exploração de atividades econômicas de natureza empresarial. [...]” (BARROSO, Luís Roberto. O Estado que nunca foi. Prefácio a MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito Regulatório**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 8. O grifo é acrescentado.)

⁵¹⁴ BARROSO, Luís Roberto. O Estado que nunca foi. Prefácio a MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito Regulatório**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 7-8. No mesmo sentido, v. o parecer de ADILSON ABREU DALLARI também anexado ao *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7*. O documento está Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI61775,61044-Depositos+judiciais+CNJ+pode+retomar+no+dia+106+o+juizamento+do>. Acesso em: 04 mar. 2014

realidade. O Sistema Financeiro Nacional mudou, e para melhor. É mais regulado, mais eficiente – veja-se, por exemplo, a difusão do *home banking*: mediante o acesso à Internet, um correntista não precisa comparecer a agências físicas para praticamente nenhuma operação – e mais transparente. Paralelamente, são pouquíssimas as instituições financeiras estatais estaduais ainda não privatizadas. Nenhum argumento justifica o tratamento privilegiado dos bancos públicos e a restrição de opções do Poder Público, refém, na prática, de um *duopólio*.

Sendo assim, afigura-se *irrazoável* a interpretação do art. 164, § 3º, da Constituição, que restrinja a exegese da expressão *instituições financeiras oficiais* às instituições financeiras *estatais*. Se mesmo em 1988 a própria literalidade do termo *oficiais* (note-se que o constituinte optou por não utilizar o qualificativo *públicas*) já indicaria tratar-se de um conceito mais abrangente, é certo, *a fortiori*, que, diante da realidade atual, não faz mais sentido uma interpretação tão restritiva, que, além disso, desconsidere o art. 173, § 1º, II, da mesma Constituição – desprezando, portanto, a sua *unidade*.

É imperioso concluir, portanto, que houve *mutação constitucional*, isto é, um processo informal de mudança da Constituição⁵¹⁵, desencadeado pela sucessão de privatizações de instituições financeiras estatais e pelo aperfeiçoamento da regulação do Sistema Financeiro Nacional, que igualou instituições públicas e privadas em termos de segurança e confiabilidade. Tal mutação terá ensejado a compreensão mais estendida do conceito de *instituição financeira oficial*, permitindo que as disponibilidades de caixa dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios possam ser alocadas em bancos privados.

O que, então, caracterizaria a *oficialidade* da instituição financeira? Há que se entender que a sua *vinculação formal* com a Administração Pública, mediante a celebração de *contrato* ou *convênio*, conforme o caso, precedido de licitação – como, aliás, propugnado pelo STF e pelo CNJ, sem prejuízo das hipóteses legalmente previstas de dispensa ou inexigibilidade⁵¹⁶.

Pois bem. As mesmas razões servem para refutar o entendimento consagrado na jurisprudência do STF e do CNJ quanto à exegese do art. 164, § 3º, da Constituição também

⁵¹⁵ A referência, sempre, é ao clássico FERRAZ, Anna Candida da Cunha. **Processos Informais de Mudança da Constituição**. São Paulo: Max Limonad, 1986.

⁵¹⁶ No mesmo sentido, v. o parecer de LUÍS ROBERTO BARROSO juntado aos autos do *Procedimento de Controle Administrativo nº 2008.10.00.000211-7*. Documento Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI61775,61044->

Depositos+judiciais+CNJ+pode+retomar+no+dia+106+o+juizamento+do. Acesso em: 04 mar. 2014. Sobre a modalidade de licitação, LAONE LAGO sustenta o cabimento do *pregão* para a seleção da instituição financeira a operar a folha de pagamento dos servidores públicos (LAGO, Laone. Licitação, disponibilidade de caixa e centralização da movimentação bancária da Administração Pública – Atratividade e Potencialidade desse ativo como fonte de aumento de receita. In FREITAS, Daniela Bandeira de; VALLE, Vanice Regina Lírio do (coord.). **Direito Administrativo e Democracia Econômica**. Belo Horizonte: Fórum, 2012).

para impor restrições aos investimentos financeiros estatais. Com efeito, as aplicações financeiras integram o *ativo* contábil – podendo fazer parte do *ativo circulante* ou *não circulante* conforme o prazo do investimento –, mas não se confundem com as disponibilidades de caixa. A lição é de MARIA BERENICE ROSA:

“O Ativo Circulante é dividido em:

- Caixa e Equivalentes de Caixa – representam o somatório dos valores em caixa e em bancos, bem como equivalentes, que compreendem *recursos com livre movimentação para aplicação nas operações da entidade e para os quais não haja restrições para uso imediato*. [...]
- Investimentos temporários – representam as *aplicações de recursos em títulos, valores mobiliários e imobiliários*, não destinadas à negociação e que não façam parte das atividades operacionais da entidade, resgatáveis dentro dos doze meses seguintes à data de publicação das demonstrações contábeis. [...]⁵¹⁷

Já os investimentos considerados, para fins de contabilidade pública, como de longo prazo são os que “*representam as participações permanentes em outras sociedades, bem como os bens e direitos não classificáveis no Ativo Circulante e que não se destinem à manutenção da atividade da entidade*”⁵¹⁸.

Logo, uma vez cometidos aos investimentos financeiros, os recursos públicos – ainda que permaneçam no ativo circulante – são *excluídos da disponibilidade de caixa* e, no jargão contábil, “descem de linha” no balanço patrimonial⁵¹⁹. Isso já seria suficiente para justificar que possam ser alocados em outras instituições financeiras que não estatais.

Contudo, mesmo que se sustentasse que os investimentos integram as disponibilidades de caixa (ou pelo menos parte deles – imagina-se que o argumento pudesse ser esgrimido, por exemplo, no caso de aplicações em fundos de renda fixa com liquidez diária), a interpretação sistemática do art. 164, § 3º, e do art. 173, § 1º, II, da Constituição Federal, à luz dos princípios da isonomia e da razoabilidade, impõe que seja alargada a exegese da locução *instituições financeiras oficiais*, para também abarcar as instituições privadas, não estatais, pelos fundamentos já expostos. Hodiernamente, é *irrazoável* e *anti-isonômico* que se crie verdadeira reserva de mercado em favor de poucas instituições financeiras estatais (o *duopólio*) para a gestão de investimentos dos entes públicos, de modo que a celebração de convênio, acordo ou outro ajuste formal e regular com instituições financeiras autorizadas a

⁵¹⁷ ROSA, Maria Berenice. **Contabilidade do Setor Público**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 486-488. Os grifos são acrescentados. É importante observar que os conceitos acima delineados estão adequados às normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), de adoção obrigatória no Brasil por força da Lei Federal nº 11.638, de 28.12.2007.

⁵¹⁸ ROSA, Maria Berenice. **Contabilidade do Setor Público**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 487.

⁵¹⁹ De acordo com os princípios e práticas contábeis normalmente aceitos, a escrituração contábil se faz, tanto no ativo quanto no passivo, dos bens/direitos ou obrigações de maior liquidez para os de menor liquidez. A respeito, v. CERBASI, Gustavo; PASCHOARELLI, Rafael. **Finanças para empreendedores e profissionais não financeiros**. São Paulo: Saraiva, 2007, especialmente p. 63 e seguintes.

funcionar pelo Bacen ou pela CVM, conforme o caso (sejam públicas ou privadas) deve ser considerada bastante para lhes imprimir o caráter de *oficialidade* a que alude o art. 164, § 3º, da Constituição Federal. Em resumo, *instituição financeira oficial* há de ser aquela com a qual a Administração Pública mantém contrato, convênio, ajuste ou qualquer outra modalidade legalmente admissível de avença.

Especificamente quanto aos investimentos, outra razão se agrega às até aqui deduzidas. Como antes afirmado, a principal medida para mitigação do risco sistêmico é a *diversificação* de ativos. A restrição aos bancos estatais compromete, evidentemente, essa diversificação, ampliando os riscos dos investimentos financeiros estatais, o que também atenta contra os princípios constitucionais da *eficiência* (art. 37, *caput*) e da *economicidade* (art. 70, *caput*). Vale dizer, a interpretação literal do art. 164, § 3º, da Constituição Federal importaria uma ineficiente e antieconômica concentração forçada de investimentos.

E ainda que se considere, *ad argumentandum tantum*, que as instituições financeiras oficiais a que se refere o art. 164, § 3º, da Constituição Federal são, forçosamente, os bancos estatais, ainda haveria a abertura constitucional à exceção, por intermédio de *previsão legal*, como, ao fim e ao cabo, foi cristalizado o entendimento do STF e do CNJ sobre a custódia das disponibilidades de caixa dos entes públicos. Este ponto, no entanto, insere-se num catálogo mais amplo de considerações a respeito da relação entre os investimentos financeiros estatais e o *princípio da legalidade*, referido no próximo tópico.

5.3 Os investimentos financeiros estatais e o princípio da legalidade

O exame da incidência do *princípio da legalidade* nos investimentos financeiros praticados por entes públicos envolve, basicamente, a busca de respostas para duas questões relativamente independentes entre si, quais sejam:

1. é necessária a prévia *determinação* ou, quando menos, *autorização legal* para que a Administração Pública faça aplicações financeiras?
2. De todo o escopo dos investimentos financeiros – a estrutura operacional, o processo decisório de investimento, as modalidades de aplicação financeira, a tolerância a risco etc. –, quais temas estão sujeitos à reserva de lei e em que medida?

As perguntas serão enfrentadas em tópicos próprios.

5.3.1 Investimentos e autorização legal – ainda o art. 164, § 3º, da Constituição Federal

Como acima demonstrado, *o art. 164, § 3º, da Constituição Federal não se aplica aos investimentos financeiros estatais*, uma vez que estes, do ponto de vista contábil, não se incluem no conceito de *disponibilidades de caixa*. Confirma-se, com isso, o exposto no Capítulo 1 desta tese: não há vedação constitucional aos investimentos financeiros dos entes públicos – não existe proibição expressa na Constituição de 1988. De igual maneira, também não se extrai da Carta Magna vigente qualquer proibição explícita, antes havendo, como salientado no Capítulo 2, fundamentos bastantes para que reconheça que, havendo *oportunidade* de obtenção de rendimentos e *controle adequado dos riscos*, cumpre à Administração Pública recorrer às aplicações financeiras como ferramenta de maximização das receitas – que, afinal, serão destinadas ao custeio de políticas voltadas ao atendimento de necessidades coletivas exponencialmente crescentes.

A questão que se põe, então, é a que diz com a *necessidade ou não de autorização legal expressa* para que o Estado efetue aplicações financeiras, indagação que remete à vetusta concepção do *princípio da legalidade administrativa*, segundo a qual à Administração Pública caberia fazer somente o que a lei determina. Como se sabe, trata-se de visão de há muito ultrapassada: modernamente, a doutrina concluiu pela insuficiência da ideia de mera legalidade, vencida no movimento de *constitucionalização do Direito Administrativo*, que reconheceu a vinculação direta do administrador público à Constituição. Permita-se, a respeito, a reprodução do escólio de PAULO OTERO:

“A configuração da Administração Pública como destinatária de incumbências constitucionais em matéria de defesa da juridicidade e da concretização do bem-estar, envolvendo uma *vinculação directa ao imperativo constitucional de eficiência*, permite encontrar na própria Constituição um critério teleológico de actuação administrativa: os órgãos administrativos, encontrando-se subordinados à Constituição e vinculados à melhor prossecução do interesse público, devem otimizar as suas decisões à concretização prioritária e prevalecte dos interesses definidos pelo texto constitucional como tarefas fundamentais do Estado, servindo a Constituição de referencial normativo imediato de actuação administrativa e critério aferidor da respectiva validade.”⁵²⁰

Diante da ampliação dos fundamentos do Direito Administrativo, *constitucionalizados* e calcados agora nos conceitos de legitimidade, eficiência, efetividade, moralidade, probidade e prudência do administrador público, entre outros, já não pode mais o Poder Público contentar-se com o tão-só cumprimento da lei⁵²¹. Logo, as normas éticas a pautar a ação da

⁵²⁰ OTERO, Paulo. **Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade**. 2. reimpressão. Coimbra: Almedina, 2011, p. 740.

⁵²¹ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Mutações do Direito Público**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 27-50.

Administração Pública não se conduzem mais apenas pela legalidade, mas pela reunião de outros princípios num maior, qual seja, o princípio da *juridicidade*.

A crise da lei formal e a emergência do neoconstitucionalismo ⁵²² foram bem sintetizados, dentre inúmeros autores, por GUSTAVO BINENBOJM, que destaca a vinculação da atividade administrativa não apenas à lei, mas ao ordenamento jurídico como um todo, ainda que em diferentes graus. *Verbis*:

“Assim, com a crise da lei formal, a Constituição – seu complexo sistema de princípios e regras – passa a ser o elo de unidade a *costurar* todo o arcabouço normativo que compõe o regime jurídico administrativo. A superação do paradigma da legalidade administrativa só pode ocorrer com a substituição da lei pela Constituição como cerne da vinculação administrativa à juridicidade.

Tal postura científica assenta na superação do dogma da imprescindibilidade da lei para *mediar* a relação entre a Constituição e a Administração Pública. Com efeito, em vez de a eficácia operativa das normas constitucionais – especialmente as instituidoras de princípios e definidoras de direitos fundamentais – depender sempre da lei para vincular o administrador, tem-se hoje a Constituição como fundamento primeiro do agir administrativo. Como afirma Canotilho, ‘a reserva vertical da lei foi substituída por uma reserva vertical da Constituição’.”⁵²³

Pois bem. Os investimentos financeiros do Estado, evidentemente, inserem-se num complexo de atividades de *gestão dos recursos públicos*: ainda que eventualmente mais sofisticada e especializada que outras tarefas, a aplicação financeira é uma parte de um conjunto maior, que envolve a arrecadação de receitas, a realização de despesas, a guarda e conservação de bens e direitos públicos etc.. O argumento ganha força quando se recorda que, como sustentado no Capítulo 2, *perder a oportunidade de ganhar* tem, economicamente, o mesmo valor que *simplesmente perder*: investir é uma forma de proteger o dinheiro contra o custo de oportunidade.

Não se duvida de que a boa gestão do erário, como corolário da eficiência administrativa, decorre diretamente da Constituição, dispensando a intermediação legislativa: não se precisa de qualquer ato normativo infraconstitucional para que se tenha por cogente o dever da Administração Pública de bem administrar seu patrimônio (aí incluídos os seus recursos em numerário, seus bens móveis e imóveis). Nessa linha de raciocínio, se os investimentos financeiros consistem em operações intrinsecamente relacionadas com a adequada administração dos recursos públicos, *deriva da própria eficiência*

⁵²² Sobre o *neoconstitucionalismo*, v. BARROSO, Luís Roberto. **Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo**. 1.ed, 3. tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009.

⁵²³ BINENBOJM, Gustavo. **Uma Teoria do Direito Administrativo: Direitos Fundamentais, Democracia e Constitucionalização**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 142-143.

*constitucionalmente exigida da Administração Pública que, diante do custo de oportunidade, as aplicações financeiras devem ser efetuadas quando economicamente viáveis em termos de risco e liquidez. Vale dizer, a competência para os investimentos financeiros está implícita na competência para a administração dos recursos públicos. Isso nada mais é do que aplicar a teoria dos poderes implícitos, a autorizar a Administração Pública a adotar os meios disponíveis, não vedados e compatíveis com a Constituição para a consecução de seus misteres*⁵²⁴.

A essa perspectiva é possível agregar a visão de JUAREZ FREITAS, que, ao definir o chamado *direito fundamental à boa administração*, nele inclui:

“[...] o direito à administração pública preventiva, precavida e eficaz (não apenas eficiente), pois comprometida com resultados harmônicos com os objetivos fundamentais da Constituição, além de redutora dos conflitos intertemporais, que só fazem aumentar os chamados *custos de transação*.”⁵²⁵

Nesse sentido, recordando-se a importância dos investimentos financeiros estatais como ferramenta de promoção da *igualdade entre as gerações* e a Constituição como um documento intergeracional⁵²⁶, identifica-se mais um fundamento constitucional de incidência direta, a autorizar as aplicações financeiras.

Entretanto, quatro ressalvas são fundamentais. A primeira delas: reconhecer a competência implícita para investir na competência para gerir recursos não significa que a Administração Pública possa efetuar aplicações financeiras *em qualquer hipótese*. Quando, por exemplo, for considerável a necessidade de liquidez ou quando a tolerância ao risco for desprezível – como ocorre em casos de situação financeira deficitária, em que o dinheiro em caixa (aqui, sim, as *disponibilidades*) – não são capazes de cobrir as obrigações, o órgão gestor dos recursos não estará, em absoluto, autorizado a investir. Como antes já afirmado, as obrigações constitucional e legalmente assumidas pelo ente público – ou seja, a destinação final dos recursos cujo investimento se pretende – e as suas condições concretas determinarão o perfil de investidor, que pode ser agressivo, moderado, conservador ou mesmo um perfil de *não investidor*.

⁵²⁴ Atribui-se a elaboração da teoria dos poderes implícitos (*implied powers theory*) à Suprema Corte dos EUA, sob a presidência do Justice MARSHALL, no julgamento do célebre caso *McCulloch v. Maryland* – 17 U.S. 316 (1819).

⁵²⁵ FREITAS, Juarez. **Discrecionabilidade Administrativa e o Direito Fundamental à Boa Administração Pública**. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 22 (grifos do original). É importante assinalar que o autor, expressamente, estende o alcance dos princípios da prevenção e da precaução para além da seara do Direito Ambiental (p. 99-113). Sobre o tema do *direito fundamental à boa administração*, v. também VALLE, Vanice Regina Lírio do. **Direito Fundamental à Boa Administração e Governança**. Belo Horizonte: Fórum, 2011, especialmente p. 57 e seguintes.

⁵²⁶ V. supra, Capítulo 2.

Segunda ressalva: o que se quer afirmar, neste ponto, é apenas que a Administração Pública não necessita de autorização legal *para a prática dos investimentos financeiros em si*, muito embora a instituição de estruturas especificamente incumbidas desses investimentos (como fundos especiais ou de pessoas jurídicas autônomas, por exemplo) possa, normalmente, demandar a edição de lei formal. É o que se verifica, por exemplo, nos três casos da amostra nacional de que cuida o Capítulo 4: tanto no caso do Fundo Soberano do Brasil, como no caso do Fundo Especial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, foram instituídos *fundos especiais*, o que, nos termos dos arts. 71 a 74 da Lei Federal nº 4.320/64, se dá obrigatoriamente por lei; no caso do RIOPREVIDÊNCIA, por se tratar de *autarquia*, o art. 37, XIX, da Constituição também exige a edição de lei específica instituidora⁵²⁷. Portanto, a exigência de lei para os investimentos financeiros será eminentemente *estrutural* ou *operacional*⁵²⁸.

Terceira ressalva: as receitas correspondentes aos rendimentos das aplicações financeiras, haja ou não a necessidade de autorização legal para os investimentos, são *receitas orçamentárias* – especificamente, *receitas patrimoniais*, como previsto no art. 11, § 4º, da Lei nº 4.320/64 – e, como tais, devem constar da lei orçamentária, em atendimento ao princípio da *universalidade do orçamento* (art. 165, § 5º, da Constituição Federal)⁵²⁹.

Como quarta ressalva, assinale-se que a desnecessidade de lei autorizativa para que o Estado efetue aplicações financeiras não importa a ausência de quaisquer parâmetros, definidos em outras espécies normativas – ou até mesmo em lei, conforme o caso. Bem ao contrário, é precisamente porque as pessoas jurídicas de direito público estão, *in abstracto*, constitucionalmente autorizadas a investir nos mercados financeiro e de capitais que se torna indispensável que haja normas definidoras de balizamentos para a Administração Pública. Ocorre que nem todas as balizas estarão sujeitas à *reserva de lei*. É disso que se tratará no próximo tópico.

⁵²⁷ Consigne-se, por outro lado, que, nos três casos, a lei *também* autoriza os investimentos, seja de forma direta e textual (como no art. 2º da Lei Federal nº 11.887/08, para o FSB), seja de forma indireta, quando elenca, entre as fontes de receita do fundo, a remuneração ou o rendimento de suas aplicações financeiras (como no art. 3º, XII, da Lei Estadual (RJ) nº 2.524/96, para o FETJ, e no art. 14, VII, da Lei Estadual (RJ) nº 3.189/99, para o RIOPREVIDÊNCIA).

⁵²⁸ Tais classificações serão aprofundadas ainda neste Capítulo. Por ora, possível adiantar que os elementos *materiais* do investimento dizem com o perfil do investidor, a composição ideal de carteira, os índices de desempenho etc.; os elementos *estruturais* referem-se à organização dos investimentos, *i.e.*, se é constituída uma pessoa jurídica ou um fundo especial com essa finalidade, quais são as instâncias decisórias, se há órgãos consultivos etc.; por fim, os elementos *operacionais* relacionam-se com o processo decisório em si e com a sua transparência.

⁵²⁹ Cf. TORRES, Ricardo Lobo. **Curso de Direito Financeiro e Tributário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 119.

5.3.2 Investimentos e reserva de lei

A questão da existência ou não reserva de lei, e de seus limites, para a disciplina dos investimentos financeiros estatais demanda a adesão a uma das possíveis concepções de *legalidade administrativa* que se encontre entre os extremos da exigência de esgotamento, na lei formal, de todo o conteúdo dos atos a serem praticados pela Administração Pública, de um lado, e a mera ausência de violação de preceitos legais, com ampla liberdade de ação administrativa, e outro. Este estudo se filia ao que ALEXANDRE SANTOS DE ARAGÃO, forte nas lições de CHARLES EISENMANN, denomina de *concepção pós-positivista do princípio da legalidade*, segundo o qual *lei e regulamento* mantêm entre si uma relação de integração, bastando, com isso, que a lei preveja a habilitação legal dos poderes normativos da Administração Pública e estabeleça, com clareza, princípios, finalidades, políticas públicas ou *standards* que permitam o controle de validade jurídica do regulamento, na linha da *intelligible principles doctrine* (doutrina dos princípios inteligíveis, em tradução livre), cunhada pela Suprema Corte dos EUA⁵³⁰.

A teoria, muito presente nos debates sobre os poderes normativos das agências reguladoras, afigura-se igualmente cabível para os investimentos financeiros estatais, basicamente, pela mesma razão: o caráter técnico do tema e a velocidade das mudanças nas relações socioeconômicas, que, normalmente, não são acompanhadas pelos trabalhos legislativos. A referência, novamente, é a ARAGÃO, que, em outra passagem, anota:

“A lei não é o instrumento para *de per se* efetivar mudanças concretas na realidade social. Os seus atributos de permanência e generalidade contrastam com as necessidades de inserção concreta na vida social e contínua adaptação à realidade (dar conta de problemas sociais e econômicos concretos e individualizados, realizar obras, controlar preços e fusões empresariais, fornecer medicamentos etc.). A lei pode, em grande parte, disciplinar o atendimento a essas necessidades, mas não há como, pela sua própria natureza, atender às mesmas diretamente no mundo concreto.”⁵³¹

Com efeito, os mercados financeiro e de capitais são extremamente dinâmicos e suscetíveis às mínimas variações de panorama macroeconômico, o que se agravou ainda mais com o fenômeno da globalização: um *tsunami* no Sudeste Asiático é capaz de afetar as cotações da Bolsa de Valores em São Paulo em tempo real. Mais ainda, os mercados precificam títulos, valores mobiliários, moedas e mercadorias não apenas com base em fatos,

⁵³⁰ ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade. In **Revista de Direito Administrativo** 236: 51-64, abr./jun./2004, p. 58.

⁵³¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 60.

mas também em expectativas (essa, aliás, é a *ratio* dos mercados futuros), aumentando o número de variáveis a considerar.

A cristalização de todos os elementos de uma operação de investimentos – da autoridade competente para a decisão aos índices de referência para avaliação de *performance* – engessaria todo o processo, submetendo o ente investidor, eventualmente, ao risco de perda financeira decorrente da impossibilidade de realização de uma operação tempestiva de investimento. Em síntese, expõe o Estado investidor a maior *risco operacional*.

Sendo assim, cabe reservar à lei formal apenas a definição dos aspectos gerais e imutáveis (ou de menor necessidade de modificação) do investimento, quais sejam:

- (i) *o órgão ou ente público competente para o investimento*: a criação de órgãos públicos, segundo o art. 84, VI, “a”, da Constituição Federal, é matéria defesa ao *regulamento*, devendo, portanto, ser prevista em lei. A lei deve definir a estrutura básica do órgão/ente investidor, indicando a *administração superior* e a *direção executiva*, e, se for o caso, os respectivos critérios de composição de cada um. É possível que a lei se limite a prever a competência para gerir recursos específicos, sem tratar expressamente dos investimentos financeiros, mas, como visto acima, isso não configura empecilho, uma vez que as aplicações financeiras estão, ao menos *in abstracto*, implicitamente contidas na administração de recursos.
- (ii) *A destinação final dos recursos geridos*: cabe à lei formal, como resultado da deliberação dos representantes democraticamente eleitos, definir as prioridades dos gastos públicos. Tal destinação, como antes mencionado, será crucial para que, posteriormente, se estabeleçam os parâmetros materiais de investimentos, como o horizonte de prazo, a tolerância ao risco, as classes de ativos admitidas e os *benchmarks*.
- (iii) *Orientações gerais para o exercício dos poderes normativos*, tais como espécies de investimentos terminantemente vedadas, bem como os órgãos, entidades e mecanismos gerais de controles internos e externos, ressalvados aqueles já previstos na Constituição (*e.g.*, o controle legislativo, com o auxílio do Tribunal de Contas (arts. 70 e 71)).

Assim parece porque a reserva de lei, para a determinação de aspectos gerais, confere maior substrato de *legitimidade democrática* às operações de investimentos, tema cujas especificidade e complexidade podem tornar difícil a sua compreensão para a população; submeter tais questões aos representantes eleitos da sociedade pode contribuir para torná-las

menos herméticas, ajudando a *dissolver a resistência cultural* antes mencionada. Demais disso, conferem a estabilidade minimamente necessária à disciplina, oferecendo maior *segurança jurídica* ao mercado, sem que seja necessário imiscuir-se nas questões propriamente técnicas dos investimentos. Aproveite-se, nesse sentido, a lição de JANE REIS GONÇALVES PEREIRA, *verbis*:

“De fato, o princípio da legalidade – tanto em sua dimensão de supremacia da lei como em sua feição de reserva de lei parlamentar – é apanágio da adoção do princípio do Estado Democrático de Direito, o qual está associado historicamente à atribuição ao Parlamento da tarefa de regulamentar e circunscrever a atividade estatal, a fim de legitimar democraticamente a disciplina dos assuntos relevantes para a comunidade e de garantir a segurança das relações jurídicas. [...]”⁵³²

Da definição legal do órgão ou entidade pública competente para investir, caberá ao *regulamento* (aqui compreendido simplesmente como ato normativo emanado da Administração Pública ⁵³³) detalhar a organização administrativa interna e o seu funcionamento, minudenciando o processo decisório dos investimentos. Ato normativo de eficácia interna do órgão ou ente investidor determinará, posteriormente, as políticas de investimentos e outros *standards* materiais.

Em virtude do princípio constitucional federativo, a lei de instituição dos órgãos ou entidades incumbidas dos investimentos financeiros será editada por cada unidade federada. É possível, no entanto, que alguns dos parâmetros de investimentos advenham de *fontes heterônomas*, como as entidades reguladoras de determinados segmentos – como é o caso, *v.g.*, dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos. Nessas situações, a mesma lógica prevalece: a lei formal tratará de aspectos *gerais*, remetendo ao regulamento o trato das demais matérias. Especificamente no caso dos RPPS, a atribuiu poderes normativos ao respectivo órgão regulador previdenciário – a Secretaria de Políticas de Previdência Social do Ministério da Previdência Social – a disciplina das questões *estruturais* e *operacionais* e à autoridade regulatória monetária brasileira – o Conselho Monetário Nacional – a disciplina de questões *materiais* dos investimentos.

5.4 Limites do Estado investidor: fomento e prestações positivas

⁵³² PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. **Interpretação Constitucional e Direitos Fundamentais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 303-304.

⁵³³ Nesse sentido, v. JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 196.

A investigação da disciplina para o Estado como investidor institucional também demanda a delimitação de limites de “identidade”. Quando o Estado assume essa posição de investidor e, portanto, passa a ser destinatário de produtos financeiros e outros produtos de investimentos, há de se despir do *imperium*, renunciando, para os atos de investimento, às prerrogativas que detém a Administração Pública perante o administrado – passa o Estado a atuar no mercado em igualdade de condições com particular.

No entanto, o Estado que se insere no mercado também é o Estado que fomenta a economia – já se apontou, no Capítulo 2, a existência de investimentos dedicados à rentabilidade (*investimento-rendimento*) e investimentos de caráter interventivo (*investimento-fomento*). Surgirão, então, situações limítrofes, em que se chocam as figuras do Estado investidor e do Estado regulador (aqui especificamente via fomento⁵³⁴). Impende identificar quando qual dessas “*personalidades*” se apresenta.

Por que isso é importante? Em verdade, quando o Estado regulador e o Estado investidor se confundem, cria-se insegurança para os mercados, traduzida na possibilidade de instituição de tratamento privilegiado de um investidor institucional em detrimento dos outros; quando o investimento se encontra numa zona nebulosa entre a *rentabilidade* e o *fomento*, também se esfumaçam os parâmetros de aferição de desempenho.

De outro giro, o Estado que investe é o mesmo que arrecadara o capital investido (via tributação ou outras modalidades de ingressos públicos) e também o mesmo que aplicará os recursos. A inserção do Estado no mundo dos investimentos financeiros pode, em sua máxima perversão, resultar na alocação exagerada de recursos para aplicações financeiras ou a assunção de riscos que consumam as receitas públicas, em prejuízo do custeio das atividades administrativas necessárias à população. É necessário que se estabeleçam limites.

5.4.1 O “conflito de personalidade” entre Estado investidor versus Estado fomentador

Imagine-se, por exemplo, que, contexto econômico de crise, um ente público injete milhões de reais em inúmeros fundos de investimentos de varejo. A medida pode ter dois propósitos bem distintos: pode ser uma operação de investimento destinada à pulverização do risco ou, diversamente, uma estratégia salvaguardar os pequenos investidores contra o risco de liquidez. Não se trata de saber se a medida é correta ou equivocada, mas, sem que se saibam os objetivos da operação, torna-se inviável verificar se foi bem-sucedida.

⁵³⁴ Sobre o reconhecimento do *fomento* como técnica regulatória, v. *supra*, Capítulo 2.

Como já assinalado no Capítulo 2, o *investimento-fomento* suporta níveis ainda mais elevados de tolerância a risco que o *investimento-rendimento* mais arriscado, uma vez que menos importa a rentabilidade da aplicação do que o incentivo a um segmento econômico escolhido em si, mesmo que os resultados esperados quanto ao desenvolvimento do setor não sejam plenamente atingidos. Logo, a rentabilidade financeira, ainda que desejável, não será, em geral, a medida de sucesso do investimento voltado ao fomento.

Inversamente, os investimentos financeiros que não tenham relação com o fomento, mas sejam dirigidos à rentabilidade, não podem ser medidos pelos seus efeitos regulatórios. Ainda que se possa conceber a existência de investimentos com função regulatória incidental, o *investimento-rendimento* é bem-sucedido quando seu resultado se aproxima ao máximo possível ou mesmo ultrapassa o índice de referência (*benchmark*) previamente determinado.

Ora, se as *medidas de sucesso* são distintas, diferentes devem ser as *metas* e os *índices de aferição de desempenho* de cada um, de tal modo que o emprego de índices impróprios pode resultar em falsa avaliação de fracasso ou sucesso – com isso, mascaram-se (de boa ou má-fé) os verdadeiros resultados dos investimentos.

O problema se torna mais evidente quando os investimentos têm múltiplos objetivos. Confira-se o exemplo do Fundo Soberano do Brasil (FSB), cujas díspares finalidades podem, eventualmente, entrar em conflito. Com efeito, o art. 1º da Lei nº 11.877/08 contempla, ao mesmo tempo, objetivos de desenvolvimento (realização de investimentos em ativos no Brasil), de estabilização fiscal (custeio de medidas de mitigação dos ciclos econômicos): o primeiro, na *praxis* do FSB, tem servido ao *fomento* de segmentos da economia nacional (capitalização do Banco do Brasil, durante o auge da crise financeira dos *subprimes*, e da Petrobras, relativamente à sua participação nas operações de exploração e produção de petróleo na região do pré-sal); o último, claramente, é um objetivo relacionado com o *investimento-rendimento*, uma vez que demanda a formação de poupança para eventuais necessidades futuras, sejam de custeio de medidas macroeconômicas anticíclicas, sejam para futuras ações de fomento.

A questão é que, em princípio, são objetivos relativamente incompatíveis entre si: o uso dos recursos do FSB para medidas de fomento tende a expor aos riscos sistêmicos a reserva criada justamente para proteger o país das reversões dos ciclos econômicos, “queimando” a poupança no momento em que deveria estar sendo formada⁵³⁵. Não é demais

⁵³⁵ Nesse sentido, v. BELLO, Teresinha Silva. Um fundo soberano brasileiro: é o momento? **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, RS, v. 4, nº 35, p. 151-158, out./dez. 2008. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores>. Acesso em: 07 mar. 2014.

assinalar, outrossim, que mesmo o objetivo legalmente previsto de restrição do uso dos recursos resgatados para medidas anticíclicas tem recebido interpretação, por assim dizer, mais elástica do Governo Federal, que, como ressalvado pelo Tribunal de Contas da União nas Contas da República de 2012, incluiu os resgates do FSB na conta do superávit primário da União, num exercício de “contabilidade criativa”⁵³⁶.

Com isso, é mais difícil avaliar o desempenho do FSB, sobretudo porque a legislação de regência estabelece apenas dois *benchmarks* para muitos investimentos, e todos inteiramente distintos entre si – a *Libor* para investimentos no exterior e a TJLP para investimentos domésticos. A manifesta inadequação dos índices se revela no próprio Relatório de Desempenho do FSB relativo ao 3º Trimestre de 2013, em que a *Carteira Efetiva Doméstica*, que teve seus rendimentos muito mais alinhados com *benchmarks* usualmente utilizados para os investimentos em renda fixa (IRF-M e IMA-B, ambos da ANBIMA) do que à TJLP – para o qual, inclusive, vêm perdendo durante a maior parte da série histórica desde dezembro de 2008⁵³⁷. Formalmente, parece insucesso, mas pode ser, tão-somente, a utilização de referência imprópria de aferição de resultado.

Por outro lado, o investimento nas ações da Petrobras foi notoriamente desastroso do ponto de vista estritamente financeiro – desde janeiro de 2010 a janeiro de 2013, a companhia perdeu 40% (quarenta por cento) de seu valor de mercado⁵³⁸ e, por óbvio, perdeu largamente para a TJLP. Não se pode afirmar, contudo, que isso signifique fracasso no investimento, uma vez que não se tratava de *investimento-rendimento*, mas de ação inequívoca de fomento.

É necessário, portanto, que, em primeiro lugar, sejam definidos de forma clara os objetivos dos investimentos; em segundo lugar, que esses objetivos sejam efetivamente observados; em terceiro, que se saiba com clareza quais modalidades de investimentos se vinculam a quais objetivos e, conseqüentemente, quais serão os indicadores de desempenhos específicos para cada uma. A promiscuidade entre classes de investimentos atreladas a objetivos potencialmente conflitantes prejudica a sua adequada compreensão e, portanto, a avaliação de resultado das aplicações financeiras.

⁵³⁶ V. *supra*, Capítulo 4.

⁵³⁷ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014, p. 13-16. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

⁵³⁸ Cf. a reportagem no caderno *Economia & Negócios* da versão eletrônica do jornal *O Estado de São Paulo* de 30 jan. 2013. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,petrobras-perde-40-de-valor-em-3-anos-e-cai-em-ranking-de-petroliferas,142424,0.htm>. Acesso em: 07 mar. 2014.

Quando menos, a clara segregação de carteiras é uma boa medida, podendo, inclusive, evoluir para a constituição de dois veículos distintos de investimentos, ainda que compartilhem da mesma estrutura operacional, como é o caso do FEES e do FRP chilenos, que possuem graus distintos de tolerância a risco, investimentos diferenciados e *benchmarks* específicos, permitindo-se maior controle de desempenho.

Em linha com os argumentos acima expostos, é igualmente importante que a *função regulatória dos investimentos financeiros* se mantenha meramente acessória, sob pena de incompatibilizar os investimentos com o grau de risco tolerável e com a expectativa de desempenho, o que importa, em números, o desatendimento de seus objetivos.

5.4.2 O delicado equilíbrio entre investimentos e realização de despesas públicas

A definição dos limites dos investimentos financeiros também é fundamental para impedir a conversão de um Estado financeiramente eficiente num Estado especulador, que vise à multiplicação do seu patrimônio e descure de seus objetivos fundamentais. Note-se bem que a perspectiva do Estado investidor tem como único objetivo ampliar as receitas públicas para que elas possam fazer frente ao custeio das atividades administrativas e, portanto, à satisfação das necessidades sociais⁵³⁹. Não se justifica, em absoluto, a exploração econômica desenfreada do patrimônio público se os rendimentos daí decorrentes não forem aplicados no interesse público.

Em outras palavras, o Estado jamais estará autorizado a comprometer seu patrimônio com qualquer política de investimentos financeiros que inviabilize a prestação de serviços públicos ou do cumprimento de suas demais obrigações. Afrontará claramente o princípio constitucional da moralidade administrativa a postura de um ente público que, por exemplo, mantenha os recursos públicos destinados à saúde aplicados em fundos de investimentos enquanto faltar disponibilidade de caixa para a aquisição de medicamentos ou para a reforma de unidades de atendimento médico. Mas, se extremos como esse parecem facilmente superáveis, o problema não é de solução tão simples em condições normais de temperatura e pressão.

O debate remete à conhecida dicotomia entre *interesses públicos primários* e *secundários*, sobre a qual se pede vênias para uma pequena digressão. É de curso corrente no

⁵³⁹ Em sentido semelhante, porém mais restrito, justificando a existência e a atuação do Estado na satisfação dos *direitos fundamentais*, v. JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 70.

pensamento jurídico brasileiro a distinção entre interesse público *primário* (ou *interesse público propriamente dito*) e *secundário*, inspirada no Direito Administrativo italiano, especialmente na lição de RENATO ALESSI⁵⁴⁰. Veja-se, por todos, o escólio de CELSO ANTONIO BANDEIRA DE MELLO, desta forma sintetizado:

“Interesse público ou primário, repita-se, é o pertinente à sociedade como um todo, e só ele pode ser validamente objetivado, pois este é o interesse que a *lei* consagra e entrega à compita do Estado como representante do corpo social. Interesse secundário é aquele que atina tão só ao aparelho estatal enquanto entidade personalizada, e que por isso mesmo pode lhe ser referido e nele encarnar-se pelo simples fato de ser pessoa, mas que só pode ser validamente perseguido pelo Estado quando coincidente com o interesse público primário.”⁵⁴¹

Autores de produção mais recente acompanham, ao menos em parte, tal linha de pensamento. MARÇAL JUSTEN FILHO⁵⁴², por exemplo, expõe, de forma sistemática, a caracterização do interesse público como um conceito jurídico indeterminado. Numa conceituação negativa ou excludente – vale dizer, assinalando o que *não é* –, JUSTEN FILHO leciona, em textual:

“O interesse público não consiste no ‘interesse do aparato estatal’. O Estado, como sujeito de direito, pode ter certas ‘conveniências’, de modo semelhante ao que ocorre com qualquer sujeito privado. Os exemplos clássicos são a ausência de pagamento pelo Estado de suas dívidas, o que representa um benefício material para os cofres públicos.

Essas vantagens não podem ser reconhecidas como ‘interesse público’. Configura-se a distinção apontada por Renato Alessi entre ‘interesse público primário’ e ‘interesse secundário’, difundida no Brasil por Celso Antônio Bandeira de Mello. É imperioso ter em vista que nenhum ‘interesse público’ configura-se como ‘conveniência egoística da administração pública’. O chamado ‘interesse secundário’ (Alessi) ou ‘interesse da Administração Pública’ não é público. Ousa-se afirmar que nem ao menos são ‘interesses’, na acepção jurídica do termo. São meras conveniências, circunstanciais, alheias ao direito. Somente para os interesses privados e no âmbito da atividade privada é que se admite a busca pela maior vantagem possível, mas sempre respeitados os limites do direito. Essa conduta não é admissível pelo Estado, que somente está legitimado a atuar para realizar o bem comum e a satisfação geral.”⁵⁴³

A diferenciação entre interesses públicos primário e secundário tem dois objetivos práticos bastante claros. O primeiro deles é o de restringir a incidência do chamado *princípio*

⁵⁴⁰ ALESSI, Renato. **Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano**. Milão: Giuffrè, 1953.

⁵⁴¹ MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 102. O grifo é do original.

⁵⁴² JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 119 e seguintes. Assinale-se que o autor o faz na perspectiva de expor objeções ao chamado *princípio da supremacia do interesse público*, debate profundo, que escapa ao propósito deste estudo. Sobre o tema, remete-se à coletânea SARMENTO, Daniel (org.). **Interesses públicos versus interesses privados: desconstruindo o princípio da supremacia do interesse público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, bem como outra coletânea de artigos diametralmente opostos, em DI PIETRO, Maria Sylvia Zannela; RIBEIRO, Carlos Vinícius Alves (coord.). **Supremacia do Interesse Público e Outros Temas Relevantes do Direito Administrativo**. São Paulo: Atlas, 2010.

⁵⁴³ JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 119-120.

da supremacia do interesse público aos casos em que o Estado persegue um interesse público primário, de tal modo que não se justificaria a prevalência de um interesse secundário sobre o interesse privado pela tão-só circunstância de ser o Estado o seu titular. Nas palavras do próprio ALESSI:

“Se se suscita uma direta e imediata relação entre atividade administrativa e interesses públicos específicos e determinados, relação de meio e fim, aparece plenamente justificada a explicação da supremacia jurídica da administração, como não se pode dizer no segundo caso, no qual o objeto direto e imediato da atividade administrativa não é mais o interesse público, mas simplesmente o interesse secundário do sujeito administrativo, interesse que, em si e por si, não pode justificar uma prevalência coativa sobre os interesses igualmente secundários dos sujeitos privados. Pela realização de um tal interesse o sujeito administrativo, portanto, não pode explicar a sua supremacia nos confrontos dos indivíduos, dado que a supremacia mesma é estritamente ligada à realização direta do interesse público; em tal caso, destarte, a administração, se quer proceder à realização de seu interesse subjetivo, deve contentar-se com a fruição da mesma posição jurídica e dos mesmos poderes de que goza o sujeito privado pela realização de seu próprio interesse.”⁵⁴⁴

O segundo objetivo guarda relação com a *teoria do desvio de poder* ou do *desvio de finalidade*, de raiz francesa (*détournement de pouvoir*), servindo de parâmetro à decretação da invalidade do ato administrativo que, conquanto dirigido ao atendimento de um interesse público – em geral, *secundário* –, foi praticado com finalidade pública diversa daquela a que, por lei, se prestaria – o interesse *primário* –, como se poderia vislumbrar na hipótese do fechamento, pela Administração Pública, de estabelecimentos comerciais com a invocação de razões sanitárias, quando, na verdade, se o faz em virtude do não pagamento de tributos⁵⁴⁵.

Como se percebe, a doutrina enxerga uma oposição entre, de um lado, o interesse público diretamente relacionado com o bem comum e com a satisfação das necessidades sociais e, de outro, o interesse exclusivamente patrimonial advogado pelo Estado na qualidade de pessoa jurídica, categoria que se degenera em puro e simples *interesse do Erário*. Nessa

⁵⁴⁴ ALESSI, Renato. **Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano**. Milão: Giuffrè, 1953, p. 184. Tradução livre do italiano: “Se qualora sussista una diretta ed immediata relazione tra attività amministrativa ed interesse pubblici specifici e determinati, relazione di mezzo e fine, appare pienamente giustificata l’esplicazione della supremazia giuridica dell’amministrazione, altrettanto non si può dire nel secondo caso, nel quale obbietto diretto ed immediato dell’attività amministrativa non è più l’interesse pubblico, sibbene semplicemente l’interesse secondario del soggetto amministrativo, interesse che, in sè e per sè, non può giustificare una prevalenza coattiva sugli interessi parimenti secondari dei soggetti privati. Per la realizzazione di um tale interesse il soggetto amministrativo, pertanto, non può esplicare la sua supremazia nei confronti dei singoli, dato che la supremazia stessa è strettamente legata alla realizzazione diretta dell’interesse pubblico; in siffatto caso, quindi, l’amministrazione, se vuol proceder alla realizzazione del suo interesse subbietivo deve accontentarsi di fruire della medesima posizione giuridica e dei medesimo poteri di cui gode il soggetto privato pela la realizzazione del suo próprio interesse.”

⁵⁴⁵ O exemplo é de ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 152. Ressalte-se que o autor oferece o exemplo unicamente para descrever o desvio de finalidade, sem estabelecer relação direta entre a hipótese e a dicotomia interesses primário/secundário – a associação é feita apenas nesta tese, ainda que ARAGÃO, no parágrafo imediatamente anterior, refira-se à classificação proposta por ALESSI.

perspectiva, a primeira inclinação seria a de enquadrar os investimentos financeiros estatais em interesses secundários, na medida em que se destinariam a maximizar receitas do Estado.

Para os fins deste estudo, a classificação, serve unicamente naquilo que diz com o *desvio de finalidade*: as aplicações financeiras do Estado não podem visar a objetivo distinto daquele legalmente determinado e, mais além, os rendimentos não podem ser vertidos a outros objetivos, mesmo que juridicamente válidos e por mais rentáveis que sejam as operações. A rigor, trata-se de um truísmo.

Por outro lado, o argumento de vedação da prevalência de um possível interesse secundário de rentabilidade sobre o interesse primário de atendimento das necessidades sociais sucumbe diante de uma constatação fundamental: *os investimentos financeiros estatais prestam-se ao atendimento de interesses públicos primários diferidos no tempo*. Sejam quais forem as finalidades – estabilização econômica, poupança pública, contingência previdenciária ou desenvolvimento⁵⁴⁶ –, a reserva de recursos e os seus investimentos financeiros se justificam quando e somente quando destinados à garantia do custeio para futura consecução de medidas que persigam essas finalidades e, paralelamente, à preservação do financiamento de outras despesas igualmente relevantes quando essas medidas se tornarem necessárias. As aplicações financeiras voltadas a outros objetivos (ou a nenhum ou, pior ainda, a fins ilícitos) redundarão na patologia, no supracitado desvio de finalidade, na nulidade.

Assim sendo, a oposição, se ocorrer, será entre interesses primários *presentes* e interesses primários *futuros*, sejam *certos* (como em casos de fundos previdenciários), sejam *eventuais* (como em casos de fundos de custeio de medidas econômicas anticíclicas). Os interesses em choque serão de toda a sociedade ou de segmentos específicos, mas sempre interesses primários. Não se ignora que esse raciocínio, em última análise, levaria à conclusão de que a distinção entre interesses primários e secundários seria um tanto quanto ociosa – eventualmente, há apenas interesses públicos imediatos e mediatos –, mas isso não invalida o argumento.

De todo modo, a opção da prevalência de interesses presentes sobre os futuros ou vice-versa ganhará em complexidade e exigirá da Administração Pública clara e ampla visão dos interesses a ponderar. Perfeita, nesse sentido, é a observação de ROZANOV:

“Por exemplo, devem-se suprimir o consumo atual e a formação de capital pela geração presente em um país subdesenvolvido – pelo bem da maximização da poupança financeira para as gerações futuras? E o que as gerações futuras efetivamente prefeririam: herdar um amplamente diversificado *portfolio* financeiro

⁵⁴⁶ Adotando-se a didática classificação do FMI (v. *supra*, Capítulo 3).

global ou uma amplamente diversificada e altamente avançada economia local, que oferece abundantes oportunidades de emprego e um sólido potencial de empreendedorismo? A nosso ver, a única forma de haver um debate significativo sobre o tema é enxergar além dos perfis obrigacionais mais estreitamente definidos e considerar a agenda nacional mais ampla, que incluiria várias obrigações sociais, políticas, intergeracionais e ambientais.”⁵⁴⁷

Torna-se imperioso, portanto, que os investimentos tenham seus rendimentos destinados a finalidades públicas relevantes e que o perfil de investimentos do ente estatal não considere apenas *o que será feito* com os recursos aplicados no mercado, mas *o que não estará sendo feito* com eles durante a maturação dos investimentos e *o que cabe ao Estado fazer*, mesmo sem poder contar com os recursos investidos. Eis, portanto, a justificativa teórica para o que, empiricamente, já se havia demonstrado nos Capítulos 3 e 4, quanto à necessidade de adequação do perfil de investimentos à destinação legal dos recursos.

Também se confirma, outrossim, a visão de SAMUEL G. ASFAHA, mencionada no Capítulo 3, quanto à necessidade de orientação dos investimentos segundo os gastos governamentais (*expenditure-based*) e não o contrário, sob pena de gerar para o administrador público a falsa sensação de que seus limites de endividamento foram ampliados com a perspectiva do rendimento. A expectativa de maximização das receitas via aplicações financeiras não pode impulsionar o aumento do gasto público, antes devendo gerar o efeito diametralmente oposto – do contrário, uma providência destinada a prevenir futuras necessidades de caixa será prejudicada em seus horizontes de investimento se precisar ser desfeita em virtude da urgente necessidade de liquidez do Estado. Por isso, é criticável a opção do Governo Federal de admitir a capitalização do FSB com títulos da dívida pública federal, ao menos no que concerne ao propósito do Fundo de formação de poupança – não se forma poupança com novas dívidas⁵⁴⁸.

⁵⁴⁷ ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009, p. 289. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013. Tradução livre do inglês: “For example, should one suppress current consumption and capital formation by the present generation in an underdeveloped economy – for the sake of maximizing financial savings of future generations? And what would future generations actually prefer: inheriting broadly diversified global financial portfolio or a broadly diversified, highly advanced local economy, which provides plenty of local employment opportunities and a solid entrepreneurial potential? In our view, the only way to have a meaningful debate on this is to look beyond the more narrowly defined liability profiles, and to consider the broader national agenda, which would include various social, political, intergenerational and environmental liabilities.”

⁵⁴⁸ O projeto de lei do FSB previa que o Fundo poderia ser constituído, dentre outros recursos, por títulos da dívida pública mobiliária federal, dispositivo que foi excluído do texto final, rejeitado pelo Congresso Nacional. O Presidente da República adotou medida provisória – a MP 452, também de 24 de dezembro de 2008 – para inserir o inciso IV no art. 4º da Lei nº 11.887/08. Como a mencionada medida provisória perdeu a eficácia por decurso de prazo sem apreciação do Poder Legislativo, o Executivo, por intermédio da Medida Provisória nº

Em suma, *os investimentos devem ser orientados pelo gasto público, mas a recíproca não é verdadeira*. Ao revés, formaria um círculo vicioso que consumiria os recursos destinados aos investimentos em prazos menores do que os estimados, submetendo as aplicações a maior volatilidade e a maior risco ou tornando-as cada vez mais conservadoras, até que a rentabilidade seja insignificante. O resultado? Prejuízo.

Nessa ordem de ideias, a proposição de ASFAHA de uso de fundos de receitas como ferramentas de responsabilidade fiscal – quando subtrai do administrador o acesso a mais liquidez e o livra da tentação do aumento da despesa pública⁵⁴⁹ – faz ainda mais sentido, sob a condição de ocasione uma *racionalização* do gasto público. A segregação de recursos para investimentos, como medida de formação de reserva financeira para o enfrentamento de despesas futuras, é relevante e demonstra compromisso com a responsabilidade fiscal intergeracional. No entanto, apresenta potencial extraordinário de mudança quando compromete o administrador público com a qualidade do gasto público, de modo a que o mesmo seja realizado em favor do desenvolvimento econômico e social, para frear, em alguma medida, o já mencionado crescimento exponencial das necessidades coletivas ou, ao menos, proporcionar à sociedade meios de prover suas próprias necessidades sem depender tanto do Estado, o que, ao fim e ao cabo, respeitará o princípio da subsidiariedade⁵⁵⁰.

Portanto, a *lógica do investidor*, referida na Introdução, é, acima de tudo, uma lógica de *prudência*, empenhada na maximização de receitas, sem, no entanto, perder de vista que a razão de ser do Estado continua a ser a satisfação das necessidades sociais e, portanto, consumir os recursos públicos que sua missão demandar. Nenhum investidor institucional, aliás, existe *para* investir, mas *deve* investir na gestão dos recursos destinados ao atendimento

513, de 26 de novembro de 2010, posteriormente convertida na Lei nº 12.409, de 25 de maio de 2011, reintroduziu o permissivo em questão na legislação do FSB.

A rigor, a formação de poupança não é impossível, mas a rentabilidade das aplicações financeiras precisa ter prazo menor de maturidade do que a dívida pública (cf. SIAS, Rodrigo. O fundo soberano brasileiro e suas implicações para a política econômica. In **Revista do BNDES** v. 15, n. 30: 93-127. Rio de Janeiro: BNDES, dezembro/2008, p. 121.) e, além disso, superar o custo de captação via emissão de títulos públicos, avaliação que não pode ser apriorística.

⁵⁴⁹ V. *supra*, Capítulo 2.

⁵⁵⁰ A literatura jurídica brasileira já tem inúmeras obras dedicadas ao tema. Confirmam-se, por exemplo, BARACHO, José Alfredo de Oliveira. **O Princípio de subsidiariedade: conceito e evolução**. Rio de Janeiro: Forense, 1996; e TORRES, Silvia Faber. **O Princípio da Subsidiariedade no Direito Público Contemporâneo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. Das obras consultadas para esta tese, v., por todos, v. ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Princípios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004, p. 112 e seguintes, para quem deve ser confiada aos indivíduos a realização do que lhes seja possível por seu esforço e iniciativa, cabendo à comunidade prover-lhe o que estiver além de suas possibilidades; aos grupos sociais maiores, por seu turno, caberá o atendimento das necessidades dos grupos menores apenas naquilo que suas próprias capacidades forem insuficientes; e, nessa mesma linha de raciocínio, cumpre ao Estado realizar o que ultrapassa as possibilidades da sociedade civil, por intermédio de suas instituições e organizações.

das suas finalidades. O foco, na visão dos investimentos, é na receita, mas a lente, sempre, é a da despesa.

5.5 Parâmetros para os investimentos financeiros estatais

Feitas essas considerações, cumpre passar à proposição propriamente dita dos parâmetros (*standards*) para os investimentos financeiros estatais. São expressamente inspirados nas diretrizes (*guidelines*) da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômicos – OCDE⁵⁵¹ e da Associação Internacional de Segurança Social – AISS (ISSA)⁵⁵², nas Práticas e Princípios Geralmente Aceitos sobre os Fundos Soberanos (os chamados *Princípios de Santiago*), cunhados pelo Grupo de Trabalho Internacional dos Fundos de Riqueza Soberana (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*)⁵⁵³ e, ainda, na legislação brasileira atinente às entidades aos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos. Aproveitam-se, ainda, outras experiências de outros países que, alinhadas com as diretrizes das entidades internacionais acima referidas, tenham sido julgadas relevantes.

Para fins exclusivamente didáticos, serão divididos em três grandes grupos:

- a) *parâmetros estruturais dos investimentos*: proposições para a disciplina do veículo de investimento, sua estrutura e seus mecanismos de gerenciamento de riscos, controles internos e externos;
- b) *parâmetros operacionais dos investimentos*: proposições que tratam da operação de investimento em si, particularmente dos processos decisórios, da respectiva transparência e da aferição de *performance*;
- c) *parâmetros materiais dos investimentos*: proposições relativas à política de investimentos, naquilo que toca aos seus objetivos, alocação de ativos, limites prudenciais e outras restrições e, ainda, à função regulatória dos investimentos.

⁵⁵¹ ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management**. Paris: OECD, 2006. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁵² INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁵³ INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

As proposições a seguir são *genéricas*. Não seria possível, nesta sede, estabelecer *standards* específicos para os investimentos financeiros estatais – particularmente os do terceiro grupo –, porque são inúmeras as possibilidades de aplicações financeiras dos entes públicos, a comportar incontáveis variações dos elementos adiante descritos. Demais disso, a tarefa demandaria conhecimentos econômico-financeiros que fogem ao escopo desta tese e às capacidades de seu autor.

5.5.1 Parâmetros estruturais de investimentos

5.5.1.1 A definição do veículo de investimento

Os objetivos dos investimentos e a destinação final dos recursos podem demandar o desempenho *independente* das atividades relacionadas com as aplicações financeiras, principalmente quando se trata de acumulação de reservas para gastos futuros: a independência em relação ao governo, reduzindo-se sua interferência nas políticas e decisões de investimentos, tende a blindá-los contra as influências que podem comprometer o caráter técnico de sua gestão e, por conseguinte, a obtenção dos resultados esperados. Por outro lado, a maior imbricação dos investimentos com a execução ordinária do orçamento público – quando, por exemplo, as aplicações financeiras se restringem à gestão da flutuação de caixa (*float*) de curtíssimo prazo, entre a arrecadação das receitas e a realização de despesas – pode tornar desnecessária e/ou excessivamente custosa a criação de uma estrutura independente.

Intuitivamente, a criação de estruturas destacadas serviria à garantia dessa independência. A experiência demonstra, no entanto, que o *veículo de investimento* – fundos especiais, pessoas jurídicas de direito público (autarquias, fundações ou seus correspondentes no Direito Comparado), estruturas societárias ou mesmo nenhuma estrutura específica – não é determinante para o grau de independência dos investimentos, condicionado, na verdade, à vontade política e ao compromisso dos agentes políticos com a gestão prudente das receitas⁵⁵⁴. De todo modo, podem oferecer, *ao menos em tese*, mais ferramentas para a maior blindagem das decisões de investimentos quando esta for necessária, restringindo a interferência governamental ao exercício de suas prerrogativas no âmbito do órgão de administração superior (seja singular ou colegiado, hipótese em que sua participação se dará

⁵⁵⁴ Cf. ASFAHA, Samuel G.. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity**. Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007, p. 18-19. Disponível em: <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/7656>. Acesso em: 14 jan. 2013

conforme o peso de seu voto) ao dos direitos de acionista controlador da sociedade investidora.

Não há um veículo jurídico exclusivo ou ideal para os investimentos financeiros, sendo admissíveis a criação de fundos contábeis e financeiros, a instituição de autarquias ou a constituição de companhias com objetivos específicos de investimentos financeiros; conforme o vulto e o prazo de maturação dos investimentos, não se vislumbra óbice à constituição de sociedades de propósito específico (SPEs)⁵⁵⁵. Pesarão na escolha do veículo questões como, por exemplo:

- os custos operacionais de funcionamento, cumprindo ao Estado verificar, numa relação custo-benefício, qual será a escolha economicamente menos gravosa;
- o enquadramento tributário, tendo em vista a disciplina constitucional da imunidade recíproca para os impostos⁵⁵⁶, a baratear o custo das aplicações financeiras, o que pode ampliar as janelas de oportunidade de investimentos;
- o mecanismo de capitalização da estrutura para os investimentos, uma vez que, em princípio, o financiamento das sociedades anônimas e das SPEs pode ser feito sem ensejar o aumento do endividamento público, via emissão de títulos no mercado de capitais, etc.

Não é demais ressaltar que, em qualquer hipótese, a *criação* de uma estrutura própria de investimentos depende de lei, seja institutiva (fundos, autarquias e fundações) ou autorizativa (sociedades). Independentemente do veículo de investimento escolhido, importa que haja base legal a conferir solidez à sua operação e a garantir a consecução de seus objetivos⁵⁵⁷.

⁵⁵⁵ As Sociedades de Propósito Específico (SPEs) – inspiradas na figura norteamericana da *Special Purpose Companies (SPCs)* prestam-se, em geral, ao desenvolvimento autônomo de determinados projetos das respectivas controladoras, de tal modo que, normalmente, a limitação do prazo de duração é apontada como uma de suas principais características – cumprida a sua função, são liquidadas. Sobre o tema, em comentário crítico, v. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 10.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 37-38, nota de rodapé nº 10.

⁵⁵⁶ V. *supra*, Capítulo 2.

⁵⁵⁷ Cf. o Princípio 1 e o Subprincípio 1.1 dos *Princípios de Santiago*, respectivamente: “O arcabouço normativo de um FRS [Fundo de Riqueza Soberana] deve ser sólido e conferir suporte à sua efetiva operação e a consecução de seus objetivos estabelecidos”; “O arcabouço normativo de um FRS deve assegurar solidez jurídica ao FRS e às suas transações”. In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 7. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its states objectives”; “The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions”.

5.5.1.2 A administração em dois níveis e a incidência do princípio democrático

As diretrizes internacionais de governança de fundos recomendam a instituição de estruturas de governança em dois níveis, a saber, a *administração superior* ou *órgão de supervisão*, com a incumbência de definição das políticas de investimentos, e a *direção executiva*, encarregada das decisões de investimentos e da coordenação das operações dos fundos. Havendo clara divisão de atribuições, facilita-se a atribuição de responsabilidades⁵⁵⁸, criando-se uma instância superior de fiscalização da operação de investimento.

A *administração superior* pode ser atribuída ao próprio governo ou exercida por um Conselho de Administração, medida que, em tese, confere maior independência ao veículo de investimentos. É orientação específica da AISS que os fundos de seguridade social sejam administrados por um Conselho de Administração⁵⁵⁹. Nesse caso, é imprescindível que a composição do colegiado seja *paritária*, de modo a preservar os interesses dos participantes ou segurados do regime, dos beneficiários, do ente patrocinador e de outras partes interessadas – exigência que também se extrai da própria Constituição Federal, cujo art. 194, parágrafo único, VII, assegura o “caráter democrático e descentralizado da administração, mediante *gestão quadripartite, com participação dos trabalhadores, dos empregadores, dos aposentados e do Governo nos órgãos colegiados*”, princípio que se estende aos regimes próprios de previdência dos servidores públicos por força não apenas do princípio democrático, como em virtude do disposto no art. 40, § 12.

Na gestão dos investimentos financeiros de recursos que sejam diretamente destinados à promoção de direitos fundamentais e/ou que se dirijam à coletividade como um todo – e não apenas a um grupo determinado (ou determinável) de indivíduos diretamente interessados, como é o caso dos fundos previdenciários –, é razoável compreender que a participação paritária pode se afigurar inviável, por questões de eventual déficit na representação de toda uma universalidade de pessoas. Porém, isso não significa que se deva recusar a participação democrática da sociedade: a incidência do princípio democrático imporá a adoção de outras ferramentas de participação dos interessados (*stakeholders*) nas diversas etapas da gestão dos

⁵⁵⁸ Cf. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 15. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁵⁹ INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurância Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

ativos públicos, como, por exemplo, as *audiências e consultas públicas*, assim definidas por MARCOS AUGUSTO PEREZ:

“A audiência pública é o instituto de participação popular na Administração Pública, de caráter não vinculante, consultivo ou meramente opinativo, inserido na fase instrutória do processo decisório, consistente na realização de uma sessão pública aberta a todos os interessados e voltada ao esclarecimento e à discussão de todos os aspectos e problemas envolvidos em uma determinada decisão administrativa.”

“[...] a consulta pública consiste em procedimento de divulgação prévia de minutas de atos normativos (de interesse geral), visando que, no prazo determinado pela administração [...], todos os eventuais interessados ofereçam críticas, sugestões de aperfeiçoamento ou peçam informações e resolvam dúvidas a seu respeito. A Administração tem o dever de documentar todas as consultas e responde-las publicamente, antes de tomar sua decisão final, de modo a instruir e fundamentar o processo decisório.”⁵⁶⁰

É importante assinalar que o caráter altamente técnico e especializado dos investimentos financeiros não pode obstar à observância do princípio democrático nas *macrodecisões políticas de investimento*, sobretudo quando a destinação dos recursos investidos estiver diretamente relacionada com a promoção de direitos fundamentais. Nesse sentido é a lição de VANICE REGINA LÍRIO DO VALLE:

“Democratizar a administração implica em trazer para o seio de suas decisões uma sociedade que deseja intervir em escolhas que muitas vezes envolve parâmetros mais abstratos, morais ou éticos. A valoração das prioridades dos programas de traço marcadamente social, por exemplo, pode envolver vetores cuja abrangência alcança muito além da técnica – por isso, a afirmação já feita nesse capítulo de que o planejamento, notadamente nessa seara, tenha caráter político, além do técnico. Se assim é, o velho argumento que reservava às instâncias técnicas do governo as escolhas públicas revela-se descompassado com a própria natureza das atividades que do Estado agora se reclama – e, portanto, inaplicável.”⁵⁶¹

Quer-se afirmar, com isso, que a divisão da administração em dois níveis – a *administração superior* e a *direção executiva* – tende a contribuir também para a *democratização* da ação estatal no campo dos investimentos financeiros: quando um órgão se incumbem da decisão *política* e outro se encarrega da decisão *estratégica*, é possível inserir a participação social na instância superior e, ao mesmo tempo, isolar a esfera técnica na inferior, de modo a assegurar a eficiência da gestão dos investimentos, sem deixar de orientá-los de acordo com a decisão política que, em sua formulação, tenha considerado a vontade popular democraticamente manifestada. Demais disso, ainda que a administração superior não seja colegiada, a utilização de ferramentas participativas como as audiências e consultas

⁵⁶⁰ PEREZ, Marcos Augusto. **A Administração Pública Democrática: Instrumentos de Participação Popular na Administração Pública**. Belo Horizonte: Fórum, 2004, p. 168;177.

⁵⁶¹ VALLE, Vanice Regina Lírio do. **Direito Fundamental à Boa Administração e Governança**. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 147.

públicas – sem prejuízo de outras, como a instituição de uma ouvidoria e a designação de *ombudsman* – permite (*rectius*, exige) que o pronunciamento dos segmentos interessados da sociedade seja considerado para a definição das políticas de investimentos.

Nessa ordem de ideias, resta claro que a *direção executiva do veículo de investimentos deve, necessariamente, operar com independência*, desde que dentro dos limites estabelecidos pela política de investimentos aprovada pela *administração superior*, como orientam as diretrizes internacionais⁵⁶². Tal independência se assegura mediante, por exemplo:

- a clara definição legal de atribuições e responsabilidades do corpo diretor, distinguindo-as das funções da administração superior;
- a adoção de critérios técnicos e objetivos de seleção da direção executiva, exigindo-se a sua qualificação técnica (experiência e/ou formação acadêmica) do diretor, em caso de órgãos colegiados, ao menos de alguns dos diretores e, principalmente, requisitos de idoneidade de todos (como a inexistência de punições das entidades reguladoras por determinados períodos imediatamente anteriores à indicação);
- a exigência – por lei ou ato normativo inferior – de órgãos técnicos de assessoria e consultoria para os investimentos, igualmente compostos por indivíduos com a necessária qualificação.

Especificamente no caso brasileiro, a composição da direção executiva por servidores estatutários de carreira – no caso, em exercício de funções de confiança (art. 37, V, da Constituição Federal) –, pode, em virtude de sua estabilidade, contribuir para a independência do órgão. Da mesma forma, preocupações com a política remuneratória dos executivos, muito presentes nos exemplos internacionais analisados no Capítulo 3, terão menor relevância na realidade brasileira, em virtude da previsão constitucional do teto remuneratório, que restringe as possibilidades de influenciar a direção executiva na assunção desenfreada de riscos, com vistas à percepção de bônus ou outras premiações por *performance*.

5.5.1.3 O Comitê de Investimentos

Existe orientação clara, nas diretrizes internacionais da OCDE e da AISS para fundos de pensão e de seguridade social, de instituição de Comitê de Investimentos, vinculado à

⁵⁶² Cf. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 7-8. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

administração superior ou à direção executiva, para proposição das políticas e/ou estratégias de investimentos e avaliação da sua aplicação, funcionando como órgão de assessoramento e consultoria⁵⁶³. No mesmo sentido, o art. 3º-A da Portaria nº 519/11, do Ministério da Previdência Social, demanda a instituição de comitês de investimentos pelos RPPS cujo patrimônio seja igual ou superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), integrados por servidores públicos portadores de certificação profissional em investimentos.

A existência de um órgão de assessores/consultores em investimentos tem importância na qualificação técnica do processo decisório, o que tende a garantir maior independência na gestão dos investimentos. Ainda que não haja propriamente um comitê de investimentos – em virtude da baixa sofisticação estrutural ou das aplicações financeiras em si, eventualmente concentradas em baixo risco –, a atribuição das competências de assessoramento e consultoria a um órgão específico da estrutura do veículo de investimentos é fundamental, o que se demonstra por ser uma constante nas amostras internacional e nacional pesquisadas.

5.5.1.4. A opção quanto à gestão interna ou externa dos investimentos

A escolha quanto à gestão interna ou externa dos investimentos deve ser restar definida na política de investimentos aprovada pela administração superior⁵⁶⁴. Em princípio, é uma opção é discricionária, mas deve tomar em consideração as capacidades técnicas, logísticas e operacionais do veículo de investimentos, bem assim as especificidades das aplicações pretendidas (as peculiaridades ou o grau de sofisticação dos mercados, por exemplo).

Em função do disposto no art. 37, XXI, da Constituição Federal, a seleção dos gestores externos deveria ser feita mediante *licitação*, ressalvadas as hipóteses de dispensa ou

⁵⁶³ ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013; INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**, p. 6-7. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁶⁴ Nesse sentido é o subprincípio 18.2 dos *Princípios de Santiago*: “a política de investimentos deve tratar da extensão em que a gestão de investimentos interna e/ou externa é utilizada, o alcance das respectivas atividades e a autoridade dos respectivos gestores, e os processos de seleção e monitoramento”. Cf. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8. Disponível em: <http://www.iwg-swff.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: ‘The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored’. No mesmo sentido, v. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management**. Paris: OECD, 2006, p. 7. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013

inexigibilidade. No entanto, o exemplo colhido da legislação nacional, qual seja, a Portaria MPS nº 519/11, determina, em seu art. 3º, I, a realização de *processo seletivo*, que considere, no mínimo, a solidez patrimonial da entidade, a sua aptidão para gerir o volume de recursos, a idoneidade da instituição e a experiência positiva na gestão de recursos de terceiros, o que se alinha com as diretrizes internacionais⁵⁶⁵. Da mesma forma, mesmo nos casos de gestão própria, as instituições escolhidas para receber as aplicações não seriam necessariamente escolhidas via *licitação*, mas por um processo de credenciamento, tal como ocorre, v.g., no RIOPREVIDÊNCIA⁵⁶⁶ (art. 3º, IX).

A razão para que as normas infralegais não se refiram à *licitação* é compreensível. Pois bem. Em virtude do *custo de oportunidade*, é imperioso que as os entes ou órgãos públicos de investimentos financeiros disponham de *mobilidade* para, diante das circunstâncias macroeconômicas, realizar ou modificar sua carteira de investimentos financeiros a tempo de impedir ou evitar ao máximo a perda de capital ou da oportunidade de obtenção de rendimentos, sempre dentro de margens prudenciais de exposição a risco.

Diante disso, a realização de procedimento licitatório, em virtude da previsão legal minuciosa e – admita-se – burocrática, pode ocasionar demora às aplicações financeiras, impondo a essas entidades que suportem o *custo de oportunidade* e, assim, submetam-se à *perda da chance* de obtenção de rendimentos⁵⁶⁷. Assinale-se que, em função dos valores envolvidos nas aplicações financeiras – que, nem de longe, podem ser consideradas bens ou serviços *comuns* –, a modalidade de licitação cabível seria, na grande maioria dos casos, a *concorrência* (art. 23, inciso II, alínea “c”, da Lei n.º 8.666/93), inclusive com a eventual obrigatoriedade de realização de audiência pública (art. 39 da mesma lei), o que certamente importaria prazos dilatados.

É de se concluir, então, que a licitação para *aplicação financeira* poderá constituir *óbice intransponível à consecução das finalidades essenciais dos veículos estatais de investimentos*, submetendo os seus investimentos a *risco operacional* injustificável. Diante disso, seria cabível a *aplicação, por analogia, do entendimento sufragado pelo Tribunal de Contas da União nos Acórdãos n.º 1268/2003 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR) e n.º 403/2004 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR), dentre outros*⁵⁶⁸. Em tais julgados,

⁵⁶⁵ Além das referências da nota anterior, v. INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁶⁶ V. supra, Capítulo 4.

⁵⁶⁷ Sobre *custo de oportunidade* e *perda de chance*, v. supra, Capítulo 2.

⁵⁶⁸ Disponíveis em <http://www.tcu.gov.br>. Acesso em: 07 ago. 2012.

restou vencedora a posição de que “*não se aplica a Lei nº 8.666/93 à atividade fim das empresas públicas e das sociedades de economia mista (...) desde que os trâmites inerentes a esse procedimento constituam óbice intransponível à atividade negocial da empresa, que atua em mercado onde exista concorrência*”.

De fato, a jurisprudência do TCU é farta em precedentes envolvendo empresas estatais exploradoras de atividade econômica (especialmente a PETROBRAS) em que se autoriza a contratação direta para aquisições relacionadas com as atividades-fim, desde que:

- a *agilidade* seja essencial para o desempenho e adequação perante a concorrência de mercado; e
- a licitação seja *desvantajosa* ou *acarrete prejuízo* à empresa.

No que concerne aos investimentos estatais, não se haverá de falar, por óbvio, em concorrência, pois não se trata de uma atividade empresarial. No entanto cuida-se, em alguma medida, de atividade econômica, sendo certo que, em virtude do já mencionado custo de oportunidade, a *agilidade* é fator decisivo na decisão de investimento.

Cuida-se, em última análise, de imprimir *eficiência* ao processo seletivo, detalhe que não escapou à jurisprudência do TCU acima mencionada. Com efeito, quando a adstringência ao formalismo dos rituais licitatórios submete os ativos a maior risco e subtrai as possibilidades de obtenção de rendimentos, passa a existir um obstáculo à observância do princípio constitucional da eficiência (art. 37, *caput*), justificando-se a simplificação dos procedimentos⁵⁶⁹.

Esse, porém, não é o único obstáculo para que sejam adotados os ritos da Lei nº 8.666/93 para a seleção de instituições financeiras. A tipologia das licitações descrita no mencionado diploma legal, em geral, não se coaduna com a lógica que preside a escolha dentre as várias alternativas de investimentos financeiros. Permita-se aprofundar o tema com a análise de um exemplo específico: os *fundos de investimentos*. Na definição de ALEXANDRE ASSAF NETO:

“Fundo de Investimento é descrito como um conjunto de recursos monetários, formado por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários. [...]”⁵⁷⁰

⁵⁶⁹ Sobre o conflito entre o formalismo das licitações e o princípio da eficiência, v. SOUTO, Marcos Juruena Villela. Licitações e controle de eficiência: repensando o princípio do procedimento formal à luz do “placar eletrônico”. In **Revista de Direito do Estado** 12: 207-222. Rio de Janeiro: Editora Renovar, out./dez. 2008.

⁵⁷⁰ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282-283.

Em que pese à existência de opiniões mais recentes em contrário⁵⁷¹, é reconhecida ao fundo de investimento a natureza jurídica de *condomínio*. Assim, o investidor que adquire cotas do fundo passa à condição de titular de fração ideal do patrimônio desse fundo⁵⁷². Os fundos de investimento estão disciplinados pela Lei Federal n.º 6.385/76 e pela Instrução CVM n.º 409/2004, com suas posteriores alterações.

O patrimônio de um fundo de investimento é composto de saldo em dinheiro e de uma carteira de títulos, sejam eles públicos ou privados, ou valores mobiliários, como ações ou debêntures. Os títulos e valores mobiliários integram o patrimônio do fundo e não diretamente de seus cotistas.

Um aspecto fundamental para a compreensão do assunto é o de que os fundos de investimento devem ter seus ativos submetidos à chamada *marcação a mercado (MaM)*⁵⁷³. A marcação a mercado da carteira de títulos de um fundo de investimento consiste num procedimento de ajuste diário do valor de mercado desses títulos, de modo a refletir o seu efetivo valor e, com isso, evitar a transferência de ganhos e perdas entre os cotistas⁵⁷⁴.

A explicação se torna mais clara com um exemplo. Suponha-se que um fundo de investimento tenha sido constituído por três cotistas que investiram, cada um, o valor inicial de R\$ 1.000,00. Logo, o fundo será formado com uma carteira de valor inicial de R\$ 3.000,00.

Imagine-se, então, que um dos investidores deseje resgatar sua parte no investimento e o queira fazer por seu valor nominal de R\$ 1.000,00, mas, a preços de mercado, o patrimônio do fundo tenha o valor de R\$ 2.800,00, em virtude da desvalorização dos títulos que compõem sua carteira. Para tanto, os demais investidores restariam em posição desvantajosa e anti-isonômica, arcando com o enriquecimento sem causa do investidor retirante, na medida em que fizeram igual investimento inicial, mas, ao final, suportariam integralmente a desvalorização da carteira do fundo.

Feitas essas considerações, ver-se-á que não parece haver como enquadrar uma eventual licitação para escolha das instituições financeiras em qualquer dos *tipos* de licitação previstos na Lei n.º 8.666/93, particularmente no que toca aos fundos de investimentos.

⁵⁷¹ V., por exemplo, FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

⁵⁷² FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 97.

⁵⁷³ Cf. arts. 20 e seguintes do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento (Disponível em: http://www.anbima.com.br/supervisao/arqs/cod_fundos.pdf. Acesso em: 08 ago. 2012.).

⁵⁷⁴ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 285-286.

Com efeito, o art. 45, § 1.º, da Lei Geral de Licitações e Contratos Administrativos relaciona quatro *tipos* de licitação, quais sejam: *i) menor preço; ii) melhor técnica; iii) técnica e preço; e iv) maior lance ou oferta*, restrita aos casos de alienação de bens ou concessão de direito real de uso – logo, desde já descartada para os fins deste trabalho.

Parece bastante claro, então, que a administração de fundos de investimento, pela própria complexidade da atividade, não poderia ser objeto de uma licitação unicamente baseada no preço – a sujeição de recursos a riscos financeiros e a busca pela melhor rentabilidade possível não poderia prescindir da avaliação da *capacidade técnica* do particular com o qual o ente previdenciário realizaria suas operações, para evitar que seus recursos sejam submetidos à administração de particulares tecnicamente despreparados para a função.

De outro giro, é igualmente correto admitir que, sendo os investimentos direcionados à busca do melhor retorno possível, não cabe apenas a escolha do tecnicamente mais capaz, mas também da maior rentabilidade possível e, ao mesmo tempo, do menor custo possível – logo, o *preço* também é um critério importante.

Destarte, uma eventual licitação para a escolha das instituições financeiras deveria ser, necessariamente, do tipo *técnica e preço*. Contudo, os critérios de técnica e preço, tais como delineados na Lei n.º 8.666/93, são inadequados para a seleção que se pretende.

Como é cediço, qualquer investidor institucional deve buscar, em seus investimentos, a maior rentabilidade possível, dentro dos parâmetros mais elevados possíveis de segurança (e, portanto, de mínima exposição possível a risco). Destarte, é possível inferir que a licitação, como procedimento destinado à escolha da *proposta mais vantajosa* para a Administração Pública, deveria considerar o *equilíbrio possível entre risco e retorno*.

Nessa ordem de ideias, é certo que uma das medidas de exposição a risco decerto é a *volatilidade* do ativo, traduzida na variabilidade de preços em razão das modificações verificadas nas taxas de juros do mercado⁵⁷⁵. Com efeito, a volatilidade, quando alta, expõe o ativo a grandes variações de valor (para mais e para menos) em curtos períodos.

Observe-se, então, que, apesar de a volatilidade ser verificada de acordo com o preço de um ativo, com ele não se confunde. Um título que componha uma carteira própria um se integre a um fundo de investimentos não será mais ou menos volátil por conta de ser caro ou barato. Por conseguinte, uma instituição financeira não pode fixar a volatilidade de uma carteira de títulos – é uma variável alheia à sua vontade.

⁵⁷⁵ Cf. ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 158.

Ora bem. É de imediata constatação que a avaliação da volatilidade de um ativo é crucial para a decisão de investimento. Logo, qualquer processo seletivo de uma entidade para aplicações financeiras deve considerar a volatilidade dos fundos de investimento que oferecer. Todavia, *como enquadrar o conceito de volatilidade na definição de preço, para fins de licitação?*

A resposta é uma só: *não é possível*. Em tese, uma licitação orientada pelo preço buscará o menor preço possível dos ativos a serem adquiridos para fins de investimento. No entanto, a aquisição de cotas de um fundo de investimentos pelo menor preço possível pode expor a previdência complementar a ativos de grande volatilidade, submetendo-a a risco indesejável.

Conclui-se, portanto, que, para fundos de investimentos, a indispensável apreciação da volatilidade dos títulos impede a adoção do tipo de licitação de melhor preço.

Existe uma questão ainda mais séria. Como as cotas dos fundos são *marcadas a mercado* diariamente, uma licitação que selecionasse o fundo a investir pelo melhor preço “congelaria” o preço da cota para fins de aquisição pela entidade de previdência complementar. Porém, se, entre a homologação do resultado do certame e a adjudicação do objeto da licitação, a cota se valorizasse no mercado, a sua aquisição pelo valor vencedor na licitação importaria, na verdade, a transferência indevida de riqueza entre os cotistas, pois, se a entidade previdenciária adquirisse as cotas do fundo a preço inferior ao de mercado, o patrimônio do fundo seria reduzido, com prejuízo dos demais investidores.

Demais disso, uma fixação de preços, ainda que, por absurdo, desconsiderasse a volatilidade, ainda teria outra variável a considerar: o custo (taxa de administração e outras despesas). Entretanto, é possível admitir que fundos de investimentos com altas taxas de administração também tenham, dependendo de suas estratégias, de sua carteira e do cenário macroeconômico, rentabilidades interessantes, ao passo que, em tese, não é impossível que fundos de investimentos de rentabilidades baixas também tenham reduzidas taxas de administração. Tem-se, pois, que o menor custo não seria o melhor parâmetro.

Contudo, o critério da técnica também é inadequado. Uma licitação do tipo “melhor técnica” ou “técnica e preço” tomaria em consideração a capacidade técnica do licitante. O art. 46, § 1.º, inciso I, da Lei n.º 8.666/93 elenca, dentre os critérios adequados para a avaliação técnica, a capacitação e a experiência do proponente, a qualidade técnica da proposta e a qualificação das equipes técnicas mobilizadas para sua execução. Obviamente, seriam elementos relevantes para o processo seletivo, mas, dependendo da composição da

carteira de títulos que compõem o patrimônio do fundo de investimentos, podem não ser capazes de alcançar a melhor rentabilidade.

Quer-se dizer que, em determinados casos, mesmo a melhor gestão de carteira possível, dada a sua composição, pode não gerar a melhor rentabilidade, pelo que a habitual média ponderada entre técnica e preço utilizada nas licitações poderá ocasionar distorções.

Pelas razões acima elencadas, há que se concluir, forçosamente, que *a complexidade e a dinâmica das operações do mercado financeiro não poderão ser adequadamente reproduzidas no ambiente da licitação*, tal como desenhado na Lei n.º 8.666/93.

Quer-se dizer, com isso, que a competição, tal como realmente ocorre no mercado, não será replicada numa concorrência, gerando *distorções que, ao final, poderão comprometer a efetiva escolha da proposta mais vantajosa (aqui compreendida como aquela que atinge o ponto ótimo entre risco e rentabilidade do investimento)*. Logo, existe, sim, uma *inviabilidade de competição*, nos termos previstos no art. 25, *caput*, da Lei n.º 8.666/93, que justificaria a inexigibilidade de licitação. Ressalte-se que não é inviável *uma* competição, mas *a* competição existente no mercado financeiro.

Recorde-se que, de acordo com o art. 3.º da Lei n.º 8.666/93, a licitação destina-se à garantia da isonomia e à seleção da proposta mais vantajosa. Eventualmente, poderá a licitação reequilibrar as relações concorrenciais, corrigindo distorções do próprio mercado, o que revelaria seu potencial de geração de efeitos regulatórios. Porém, não é disso que aqui se trata. Uma licitação – sob a modalidade de *concorrência* ou mesmo de *tomada de preços* – para a escolha de instituições financeiras para os investimentos não será capaz, pelas razões já aduzidas, de criar a competição nos moldes em que se dá, de fato, no mercado financeiro, podendo, inclusive, ocasionar quebra de isonomia e prejuízo na seleção da proposta mais vantajosa. Não há comparar a complexidade do mercado financeiro, por exemplo, com a escolha de empreiteira para a realização de uma obra pública, por maior que seja o porte dessa obra.

Fica evidente, pois, que a licitação será inexigível, à luz do art. 25, *caput*, da Lei n.º 8.666/93, por inviabilidade de competição, aqui compreendida como a reprodução, em toda a sua complexidade, do ambiente competitivo do mercado financeiro. Trata-se, no magistério de MARÇAL JUSTEN FILHO, de uma hipótese de inexigibilidade de licitação decorrente de inviabilidade de competição relacionada, por sua vez, com a natureza do objeto contratado. Nas palavras do jurista do Paraná, *verbis*:

“Na segunda categoria, podem existir inúmeros sujeitos desempenhando a atividade que satisfaz o interesse público. O problema da inviabilidade de competição não é de natureza *numérica*, mas se relaciona com a natureza da atividade a ser

desenvolvida ou de peculiaridade quanto à própria profissão desempenhada. Não é viável a competição porque características do objeto funcionam como causas ineditivas. [...]

[...] situação em que a licitação, tal como estruturada legalmente, torna-se via inadequada para obtenção do resultado pretendido. A licitação não cumpre a função a ela reservada (seleção da proposta mais vantajosa) porque sua estrutura não é adequada a tanto.

Até se poderia imaginar possível algum tipo de seleção entre potenciais contratados, mas isso somente seria praticável se outra fosse a estruturação do procedimento.

Por outro lado, impor a licitação em casos de inexigibilidade conduziria a frustrar o interesse público. A Administração Pública ou não obteria proposta alguma ou selecionaria propostas inadequadas a satisfazer o interesse público.⁵⁷⁶

A mesma linha de considerações pode ser estendida a outras modalidades de investimentos, como a manutenção de ações em carteira administrada, nas quais, tão ou mais importantes do que o valor dos ativos, a capacidade técnica da instituição financeira ou o valor da taxa de custódia ou de administração (conforme o caso) serão outras variáveis de difícil ou impossível reprodução no ambiente de licitação, como a volatilidade e a rentabilidade do ativo, dentre outros.

Contudo, o art. 37, XXI, da Constituição e o art. 3º da Lei nº 8.666/93 permanecem aplicáveis no que concerne à sua principiologia. É dizer, ainda que não aplicáveis os ritos da licitação previstos na Lei n.º 8.666/93, decerto permanecerá obrigatória a realização de *processo público, isonômico e competitivo para a seleção das instituições financeiras, com regras previamente determinadas*. Consequentemente, permanece cogente a observância dos “*princípios básicos da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da probidade administrativa, da vinculação ao instrumento convocatório, do julgamento objetivo e dos que lhes são correlatos*”. Demais disso, o diploma legal permanece aplicável naquilo que couber: por exemplo, no que concerne ao art. 26 da Lei nº 8.666/93⁵⁷⁷, é de se o entender observado quando a própria edição de regulamento próprio do processo seletivo for precedida da justificativa técnica – eventualmente, em termos bem semelhantes aos ora esposados – submetida à autoridade superior, a quem também competirá homologar o resultado final da seleção.

Em síntese, ainda que a opção entre a gestão interna ou externa (ou mista) dos investimentos possa ser discricionária, a seleção das instituições financeiras aptas à gerir os

⁵⁷⁶ JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à Lei de Licitações e Contratos Administrativos**. 9.ed. São Paulo: Dialética, 2002, p. 270-271.

⁵⁷⁷ Art. 26. As dispensas previstas nos §§ 2º e 4º do art. 17 e no inciso III e seguintes do art. 24, as situações de inexigibilidade referidas no art. 25, necessariamente justificadas, e o retardamento previsto no final do parágrafo único do art. 8º desta Lei deverão ser comunicados, dentro de 3 (três) dias, à autoridade superior, para ratificação e publicação na imprensa oficial, no prazo de 5 (cinco) dias, como condição para a eficácia dos atos.

investimentos ou a receber as aplicações, no caso de gestão *in-house*, jamais o será, cumprindo aos entes públicos adotar *processo seletivo vinculado*.

Consigne-se, por fim, que a delegação da gestão de investimentos a terceiros deverá observar rígida previsão de *mandato* e de responsabilidades do gestor externo.

5.5.1.5 Mecanismos de gerenciamento de riscos, controles internos, *compliance* e auditoria

Além de ser uma praxe no universo dos fundos soberanos (v. Capítulo 3), as diretrizes internacionais recomendam, sem exceção, a instituição de mecanismos internos e externos de auditoria⁵⁷⁸. De acordo com os Princípios nº 12 e 22 dos *Princípios de Santiago*, não basta a auditoria anual das demonstrações financeiras (realizadas de acordo com as melhores práticas internacionalmente aceitas), como também é fundamental a existência de órgãos internos de auditoria⁵⁷⁹. A auditoria, propriamente dita, é realizada sempre *ex post*, mas o gerenciamento de risco deve ocorrer *ex ante*, com a fixação de parâmetros de atuação para prevenção de riscos, e também pelo monitoramento permanente, tarefas que se incluem nas atividades de *compliance*. Para tanto, é usual que as estruturas internas de auditoria e *compliance* sejam as mesmas, dada a similitude e a intrínseca relação entre ambas.

As diretrizes internacionais também são claras na exigência de *independência* dos órgãos de *compliance* e auditoria. A existência de órgãos ou agentes de *compliance* em cada

⁵⁷⁸ Cf. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance**. Paris: OECD, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013; INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

⁵⁷⁹ Princípio nº 12: “As operações e demonstrações financeiras do FRS devem ser auditadas anualmente, de acordo com padrões de auditoria geralmente reconhecidos internacional ou nacionalmente (tradução livre do inglês: “The SWF’s operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner”); Princípio nº 22: “O FRS deve ter um arcabouço de identificação, avaliação e gerenciamento de riscos das suas operações” (tradução livre do inglês: “The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations”); Subprincípio nº 22.1: “O arcabouço de gerenciamento de risco deve incluir informações confiáveis e sistemas de comunicação tempestiva, que permitam adequados monitoramento e gestão dos riscos relevantes dentro de parâmetros e níveis aceitáveis, mecanismos de controle e incentivos, códigos de conduta, planejamento de continuidade dos negócios e órgão independente de auditoria” (tradução livre do inglês: “The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function”). In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8 -9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

departamento do veículo de investimentos é recomendável, mas o mais importante é que estejam tecnicamente subordinados a um *órgão diretamente vinculado à administração superior* e não à diretoria executiva, com vistas a blindá-lo contra a influência de quem adota as decisões operacionais e de investimentos (como se dá, v.g., com o RIOPREVIDÊNCIA). É com esse órgão máximo de *compliance* e auditoria que se devem relacionar os auditores externos independentes, contratados mediante procedimento licitatório (art. 37, XXI, da Constituição Federal), fundamentais para que se proceda a um duplo controle, livre, também, da influência da própria administração superior.

Além da exigência de licitação, a auditoria externa independente deve ser obrigatoriamente substituída em períodos regulares, para evitar quaisquer condicionamentos. O ideal é que se estabeleça uma espécie de “quarentena”, a exemplo do que prevê o Decreto Estadual nº 41.368, de 27.06.2008, do Rio de Janeiro, que impede a prorrogação de contratos e a contratação da mesma auditoria nos três anos imediatamente posteriores ao término da vigência do contrato anterior.

Ainda dentro do escopo dos controles internos, também se faz indispensável, como se viu nas amostras pesquisadas e como consta das diretrizes internacionais, que sejam editados códigos de conduta que, para além dos limites éticos de atuação do funcionalismo público, estabeleçam restrições específicas para o segmento de investimentos financeiros, sobretudo no que concerne aos conflitos de interesse, constituídos quando os agentes públicos possuem investimentos pessoais ou por outras razões relevantes. Em tais casos, as soluções podem variar entre a divulgação dos potenciais conflitos em diversos graus (para conhecimento público ou apenas dos órgãos superiores), o impedimento de participar de operações ou deliberações ou, ainda, o total afastamento do agente⁵⁸⁰.

As estruturas de controles internos devem contemplar, ademais, a figura do *ouvidor* ou *ombudsman* – apto a receber as denúncias de irregularidades encaminhadas por agentes externos, submetendo-as aos procedimentos internos de apuração –, bem como mecanismos eficazes de *whistleblowing*, de modo a conferir segurança aos servidores que comunicarem as transgressões de que tomarem conhecimento⁵⁸¹.

⁵⁸⁰ De acordo com o Princípio nº 13 dos *Princípios de Santiago*, “Padrões profissionais e éticos devem ser claramente definidos e conhecidos pelos diretores, gestores e pessoal do FRS” (tradução livre do inglês: “Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF’s governing body(ies), management, and staff). In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

⁵⁸¹ Nesse sentido, o art. 126-A do Estatuto dos Servidores Públicos Federais (Lei Federal nº 8.112/90) estabelece, *verbis*:

Relativamente aos investimentos previdenciários, faz imperiosa, outrossim, a contratação de *atuário, igualmente independente*, o que se pode resolver mediante a sua vinculação ao órgão superior de controles internos e auditoria. Se se tratar de um integrante da própria estrutura do veículo de investimentos, sua avaliação deve ser submetida a auditoria externa, aplicando-se, no mais as considerações anteriormente expostas⁵⁸².

Para além dos controles internos *stricto sensu*, também é de suma importância que os veículos de investimentos financeiros estatais estejam submetidos aos controles internos do Poder a que se vinculam (normalmente, o Poder Executivo, sem prejuízo de outros, como o FETJ, vinculado ao Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro). Sua gestão, sua contabilidade, suas operações e seus resultados também devem ser objeto de fiscalização da auditoria-geral, controladoria-geral ou órgão equivalente.

5.5.2 Parâmetros operacionais de investimentos

5.5.2.1 O processo decisório

O estabelecimento de *standards* relativos ao processo decisório dos investimentos diz respeito à garantia: (i) de sua *conformidade* com a política de investimentos; (ii) de sua *racionalidade* e (iii) de sua *independência*. O primeiro requisito envolve diz com a definição, na própria política de investimentos, de parâmetros objetivos de enquadramento, tais como limites máximos de investimento por emissor e por classe de ativo, e limites temporais para eventuais desenquadramentos, de modo a permitir o adequado monitoramento. A verificação de *quais* serão esses limites dirá respeito a parâmetros materiais e não procedimentais dos investimentos, tratada mais adiante.

Uma vez estabelecidos, na política de investimentos, o grau permitido de exposição ao risco e os parâmetros de desempenho, cumprirá à *direção executiva* do veículo de investimentos estatais perseguir o retorno financeiro, ajustado ao risco tolerado, em sua estrita observância, ressalvadas as circunstâncias financeiras ou econômicas que importem desvios

Art. 126-A. Nenhum servidor poderá ser responsabilizado civil, penal ou administrativamente por dar ciência à autoridade superior ou, quando houver suspeita de envolvimento desta, a outra autoridade competente para apuração e informação concernente à prática de crimes ou improbidade de que tenha conhecimento, ainda que em decorrência do exercício de cargo, emprego ou função pública.

⁵⁸² Cf. INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

pontuais e, mesmo assim, devem ocorrer dentro da margem autorizada pela *administração superior* na própria política de investimentos ou *ad hoc*.

No que concerne, por sua vez, à *racionalidade*, cuida-se de se subtrair, tanto quanto possível, o elemento subjetivo da tomada de decisão em si, calcando-a ao máximo em análises técnicas. A primeira recomendação, já referida, de certo modo, dentro dos parâmetros estruturais, demandará a oitiva regular e prévia do Comitê de Investimentos ou de órgão interno que exerça função análoga. A existência de uma orientação técnica demanda da direção executiva, no processo de tomada de decisão, a fundamentação do seu eventual desvio, abrindo ao controle a investigação da *ratio decidendi* do investimento.

Outra ferramenta bastante favorável à *racionalidade* da decisão de investimento é a *colegialidade da deliberação*. Não é obrigatório que a *direção executiva* seja exercida por um *colegiado*, mas é possível afirmar que há vantagens sensíveis. Primeiramente, a deliberação colegiada leva à apreciação do cenário econômico por mais de um indivíduo, reduzindo, em tese, as possibilidades de que pontos relevantes passem despercebidos. Tende-se, com isso, a ampliar as chances de evitar erros. A abertura ao debate entre os agentes públicos incumbidos da decisão de investimento permite aumentar a abrangência da análise das condições macro e microeconômicas e um claro reforço qualitativo da decisão.

A colegialidade também tende a ampliar a *independência* da direção executiva, o que se explica com o recurso a dois argumentos. Primeiramente, a colegialidade proporciona a difusão da responsabilidade entre os membros, de modo que não se a poderá imputar a um único agente. Isso reduz, ao menos em tese, a suscetibilidade dos mesmos a pressões externas, que poderiam, por exemplo, optar pela aplicação em fundo de investimento que demandasse o pagamento de taxa de administração mais elevada que o custo de outras opções de investimento, por sucumbir à influência da instituição financeira administradora do fundo, diretamente interessada.

Por evidentes razões, essa diluição de responsabilidade também será uma forma relativamente eficaz de coibir a corrupção, tornando a captura econômica do agente público mais difícil do que seria se a decisão de investimento fosse individual. Demais disso, a decisão de investimento desonesta ou fraudulenta dependerá do conluio de todos os agentes ou, pelo menos, da maioria deles – ou, ainda, de parte deles, aliada à negligência dos demais – para que seja adotada e, com isso, gere prejuízo ao erário e/ou enriquecimento ilícito aos agentes ou a terceiros.

Em segundo lugar, a deliberação colegiada também prejudica a atribuição de mérito ou demérito da decisão a uma só pessoa, o que, em termos de psicologia econômica, também

é muito útil, uma vez que livra o agente da crítica individualizada (e, por conseguinte, de uma perseguição individualizada dos órgãos e entidades públicos, sociais e privados de fiscalização), conferindo-lhe maior segurança para assumir os riscos inerentes à sua função; paralelamente, é um mecanismo que impede que apenas um agente “colha os louros” da decisão arrojada bem-sucedida e, em sua soberba, subestime os riscos a que expõe os recursos sob sua gestão quando o cenário recomenda comportamento mais conservador.

Finalmente, a colegialidade tende a conter o arbítrio. O agente que se põe em favor de uma das alternativas de investimento disponíveis terá, quando menos, que justificá-la diante dos demais membros do colegiado, de modo a convencê-los do acerto de sua opinião. Será preciso conquistar a adesão dos demais com a exposição de uma leitura que não pode ser caprichosa, carente de fundamentação técnica⁵⁸³. Como anota REINHOLD ZIPPELIUS, “*a estruturação interna de um órgão estatal segundo o princípio colegial tem uma função de controlo*”⁵⁸⁴.

Ademais, a questão do processo decisório também envolve a deliberação quanto à gestão *in-house* dos investimentos ou a sua delegação a gestores externos, recomendável quando necessário um grau de *expertise* do qual não dispõem os recursos humanos do veículo de investimentos. Caso se opte pela gestão externa, é necessário determinar os limites do *mandato* do gestor, ou seja, o grau de independência que terá para a gestão dos recursos, observados os termos contratados com o ente investidor.

5.5.2.2 Monitoramento e avaliação de *performance*

A decisão de investimento só se aperfeiçoa com o monitoramento permanente e a avaliação de *performance*. Com efeito, a verificação constante do valor nominal dos

⁵⁸³ Os argumentos baseiam-se nas considerações sobre as vantagens da colegialidade nas decisões judiciais, expostas em SOKAL, Guilherme Jales. **O Julgamento Colegiado nos Tribunais: Procedimento recursal, colegialidade e garantias fundamentais do processo**. São Paulo: Método, 2012, p. 81 e seguintes. São ideias que, conquanto próprias das decisões judiciais (sobretudo em grau de recurso), tomam-se aqui de empréstimo e podem, com pequenas adaptações, ser aplicadas às decisões de investimentos financeiros do Estado com relativa tranquilidade, mesmo porque exibem uma característica comum, qual seja, uma certa pretensão de definitividade: a decisão judicial colegiada será, em regra, o último grau ordinário de jurisdição e se pretende definitiva, ressalvados os constitucionalmente restritos casos de cabimento dos recursos aos Tribunais Superiores e ao Supremo Tribunal Federal; a decisão administrativa de investimento também almeja a imutabilidade, uma vez que a escolha alocativa é, não raro, efetuada em curtos lapsos temporais e com margem de erro reduzida, de tal modo que o equívoco pode ocasionar prejuízos relevantes e a correção de rumo em tempo hábil pode se tornar inviável. O trânsito em julgado e o fechamento de uma janela de oportunidade são, cada um a seu modo, fenômenos que tornam definitivas, respectivamente, as decisões judiciais e as decisões de investimento e justificam os benefícios da colegialidade em ambos os casos.

⁵⁸⁴ ZIPPELIUS, Reinhold. **Teoria Geral do Estado**. Trad. Karin Praefke-Aires Coutinho. 3.ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, p. 410.

investimentos, o grau de risco, as taxas de retorno e a inflação é indispensável para que o processo decisório seja constantemente realimentado e se oriente adequadamente.

Com base no monitoramento e na avaliação, será possível, se necessário, redefinir rumos, atualizando-se a estratégia de alocação de ativos ou mesmo recomendando-se à administração superior a alteração da política de investimentos como um todo. A tarefa, normalmente exercida pelo Comitê de Investimentos – ou órgão análogo de funções consultivas e de assessoramento –, depende, por óbvio, da precisa indicação das metas e indicadores de desempenho (*benchmarks*) da política de investimentos.

5.5.2.3 Transparência

A maior parte das diretrizes internacionais que inspiram este Capítulo dizem respeito à transparência (*disclosure*) dos investimentos financeiros estatais – cerca de metade dos *Princípios de Santiago*, por exemplo, são dedicados à questão⁵⁸⁵. O principal objetivo, para os fundos soberanos, era o de oferecer segurança aos mercados, fundamento que também se apresenta com força no estudo de veículos internos de investimentos do Estado. A eles, no entanto, agrega-se mais um, igual ou mais relevante: cuidando-se de gestão de recursos públicos, deve ser assegurada a mais ampla divulgação possível, em observância do princípio constitucional da publicidade (art. 37, *caput*, da Constituição Federal). Pede-se vênua para inclusão, nesse conceito de transparência, da remessa tempestiva das informações aos órgãos e entidades de controle da Administração Pública.

Com isso, praticamente todos os dados inerentes aos investimentos financeiros estatais devem ser objeto de divulgação ao público, por meios impressos e, atualmente, também pelos meios eletrônicos como a *Internet*. Devem ser tornados públicos, dentre outros dados:

- a estrutura do veículo de investimentos, seus objetivos e a sua relação com a Administração Pública, inclusive no que concerne à sua independência institucional (ou não);
- a legislação de regência, os procedimentos e as obrigações contratuais (quando houver) relativas ao seu financiamento (*funding*), resgates, despesas (os próprios custos administrativos) e, ainda, à destinação dos recursos no interesse do governo;

⁵⁸⁵ Cf. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 7-9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013

- dados estatísticos, situação patrimonial, alocação dos investimentos, relatórios de administração e desempenho, demonstrações financeiras e outras informações contábeis, com periodicidade mínima anual, quando a legislação de regência não previr prazos mais curtos⁵⁸⁶;
- o parecer anual do auditor externo independente (e, quando for o caso, do atuário);
- a política de investimentos, inclusive quanto ao exercício de função regulatória acessória (v.g., normas gerais sobre o exercício dos direitos de acionista nas companhias em que detiver participação) etc.

É interessante observar que, quando da divulgação dos objetivos do veículo de investimentos, é mister que se estreme de dúvida se os investimentos são direcionados à persecução de rentabilidades (*investimento-rendimento*) ou se tem propósitos interventivos (*investimento-fomento*), informação sem a qual se torna inviável aferir se os indicadores de desempenho foram adequadamente escolhidos e, portanto, se o desempenho foi ou não satisfatório⁵⁸⁷.

Para os fins de transparência, é necessário distinguir as *posições de investimento* – isto é, as alocações de ativos decorrentes das aplicações financeiras já efetuadas – e as *decisões de investimentos*, ou seja, a manifestação correspondente à ordem de aplicação ou resgate de investimentos. Quanto à primeira, não há dúvidas no que se refere ao dever de publicidade dos investidores institucionais estatais; diversamente, as operações de investimentos dos entes públicos podem ser sujeitas a sigilo até a sua liquidação, sobretudo quando, em função dos valores envolvidos e em virtude da relevância da atuação estatal no mercado, puderem influenciar o mercado e/ou interferir na rentabilidade dos próprios investimentos. Em determinados casos, a prévia publicação de uma operação pode simplesmente inviabilizá-la ou torná-la economicamente desfavorável, como, por exemplo, a aquisição de um determinado ativo financeiro na expectativa de sua posterior valorização: o anúncio do

⁵⁸⁶ A Lei Federal nº 9.717/98, por exemplo, determina, em seu art. 2º, § 2º, a publicação bimestral do demonstrativo financeiro e orçamentário da receita e despesa previdenciárias acumuladas no exercício financeiro em curso pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios.

⁵⁸⁷ O Subprincípio nº 19.1 dos *Princípios de Santiago* é expresso: “Se as decisões de investimento se sujeitam a outras considerações que não as econômicas e financeiras, tal informação deve constar claramente da política de investimentos e ser publicamente divulgada” (tradução livre do inglês: “If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed”). In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Os grifos são do original.

investimento pode ocasionar uma corrida de outros investidores, elevando o preço de mercado do ativo antes da sua aquisição e, com isso, frustrando os objetivos da operação.

Não seria impossível imaginar, além disso, que, em alguns casos, mesmo após as operações algumas das informações ainda devam permanecer sigilosas, como, por exemplo, os pronunciamentos do Comitê de Investimentos, cujas conclusões e orientações podem dirigir-se ao médio e longo prazos ou, ainda, indicar as prováveis operações futuras, gerando as mesmas consequências da divulgação *ex ante*.

Por fim, também devem ser excluídos do dever de transparências as informações que, por sua natureza, são confiadas aos agentes responsáveis pelos investimentos em seu dever de confidencialidade, o que se justifica pelas mesmas razões antes declinadas (não interferir nas relações de mercado ou comprometer a eficácia das operações de investimentos sob sua responsabilidade). Nesse mesmo sentido, as diretrizes da AISS, destinadas aos regimes previdenciários, anotam:

“A divulgação não deve abranger informação que possa comprometer as responsabilidades fiduciárias ou prejudique as transações dos investimentos.”⁵⁸⁸

Essa é a uma visão que compatibiliza os dispositivos legais relativos ao *sigilo das operações financeiras* (em especial, a Lei Complementar Federal nº 105, de 10.01.2001) e a Lei de Acesso à Informação (Lei Federal nº 12.527, de 18.11.2011). Com efeito, se a legislação vigente assegura o amplo acesso público às informações da Administração Pública, principalmente aquelas que dizem respeito à gestão dos recursos públicos, torna-se difícil sustentar o sigilo das informações referentes às aplicações financeiras dos entes públicos; todavia, a divulgação irrestrita das informações pode inviabilizar as operações financeiras ou gerar consequências sistêmicas sobre o mercado.

A única exegese que parece atender aos reclamos de proporcionalidade é a que invoca, em favor do Estado investidor, o art. 22 da Lei de Acesso à Informação, *verbis*:

Art. 22. *O disposto nesta Lei não exclui as demais hipóteses legais de sigilo e de segredo de justiça nem as hipóteses de segredo industrial decorrentes da exploração direta de atividade econômica pelo Estado ou por pessoa física ou entidade privada que tenha qualquer vínculo com o poder público.*

Havendo, pois, previsão na Lei Complementar nº 105/01 de sigilo das operações financeiras, restam preservadas da publicidade *ex ante* as informações dos entes públicos cuja

⁵⁸⁸ Cf. INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

divulgação possa gerar interferência no mercado ou prejuízo aos investimentos financeiros estatais; admite-se até que esse sigilo seja estendido *ex post*, com base nos mesmos fundamentos. No mais, a divulgação deve ser ampla e irrestrita.

É de se afastar a objeção de que, por se tratar de matéria afeta ao sistema financeiro, estaria reservada pela Constituição à lei complementar (art. 192) e, portanto, o alcance do sigilo seria maior. Não soaria republicano, com a devida vênia, sustentar que o Estado poderia guardar segredo quanto a informações sobre a destinação de recursos públicos quando (ou enquanto) a limitação à publicidade não fosse *absolutamente* indispensável. A *publicidade* é uma obrigação constitucional do Estado (art. 37, *caput*), a impor a interpretação restritiva de qualquer diploma normativo que estabeleça obstáculos ao conhecimento amplo da sociedade sobre as atividades estatais.

5.5.3. Parâmetros materiais de investimentos

O documento que define os chamados parâmetros materiais dos investimentos é, por excelência, a política de investimentos, que deve ser definida, preferencialmente, com periodicidade anual, sem prejuízo da eventual necessidade de alteração circunstancial em períodos mais curtos, desde que justificadamente. A aprovação da política de investimentos incumbe à administração superior do veículo estatal de investimentos financeiros, mediante proposta da direção executiva, assessorada pelo Comitê de Investimentos (ou órgão análogo) ou diretamente por proposição deste último, conforme a organização administrativa do órgão ou ente administrativo.

A política de investimentos deve ser elaborada em conformidade com as leis e normas infralegais (nacionais, estaduais e municipais, conforme o caso) aplicáveis ao veículo de investimento (por exemplo, a legislação previdenciária), ao Sistema Financeiro Nacional, ao mercado de capitais e às finanças públicas de cada unidade federada. Nos casos em que a própria legislação estabelece normas e limites para alocação de ativos (como para os RPPS, sujeitos à Resolução CMN nº 3.922/10 quanto às respectivas aplicações financeiras), a política de investimentos não pode autorizar a sua superação, podendo, no entanto, fixar limites ainda menores, conforme o seu perfil.

5.5.3.1 O conteúdo mínimo da política de investimentos

A política de investimentos deve tornar públicos e claros os objetivos dos investimentos, isto é, se se trata de *investimento-fomento* ou de *investimento-rendimento*. Deve identificar, no mínimo, a estratégia de alocação de ativos, as metas gerais de *performance* dos investimentos, os mecanismos de monitoramento e, se necessário, modificação das alocações e até mesmo das metas em virtude das alterações macroeconômicas e/ou da projeção de das necessidades de resgate. Também é desejável que inclua o que se denomina *alocação tática de ativos*, relacionada com o aproveitamento de janelas de oportunidade para captar rentabilidades interessantes de curto prazo⁵⁸⁹.

Da política de investimentos também deve constar uma abordagem integrada das expectativas de receitas com os compromissos financeiros a cumprir com os recursos investidos e com a previsão de fluxo de caixa futuro, de modo a orientar as medidas de *asset-liability matching* (coordenação entre ativos e passivos). Essa correspondência será fundamental para a definição do *perfil de investimentos*, da tolerância ao risco e das estratégias de alocação de ativos.

Como regra geral, vale o que se afirmou inúmeras vezes ao longo deste estudo: é a destinação dos recursos investidos que define o perfil de investimentos. Não é cabível, por exemplo, a adoção de perfil agressivo de investimentos quando as obrigações a serem honradas com os recursos investidos demandam alto grau de liquidez e, portanto, aplicações de curto prazo: a alta possibilidade de perda poderia comprometer o cumprimento daquelas obrigações. Por outro lado, a baixa necessidade de liquidez pode viabilizar a adoção de perfis mais arrojados de investimentos, com maior concentração em investimentos de risco.

5.5.3.2 Estratégias de investimentos: alocação de ativos, limites prudenciais e outras restrições

Sobre o tema, a *política de investimentos* deve estabelecer, em linhas gerais, os critérios de *diversificação* dos investimentos (como medida de mitigação do risco). Podem se dar mediante a instituição de um *portfolio de referência* (uma espécie de carteira virtual) ou *restrições quantitativas de alocação de ativos*, que dirão respeito aos limites máximos de concentração dos investimentos por classes de ativos em função da totalidade do capital investido (ex.: renda fixa; renda variável; imóveis etc.) e por emissor, em função do

⁵⁸⁹ Cf. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management**. Paris: OECD, 2006, p. 7. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

percentual de participação num mesmo produto (ex.: percentual de cotas de um mesmo fundo de investimentos).

Como anteriormente afirmado, é possível e relativamente comum que haja limites quantitativos *máximos* previstos na legislação. No entanto, as diretrizes internacionais pesquisadas se rejeita a possibilidade de previsão *normativa* da obrigação de atender a limites *mínimos* por classe de ativos, providência que se destina a impedir que os investimentos financeiros estatais sirvam como meio de financiamento da dívida pública, sobretudo no que concerne aos fundos previdenciários. Admite-se, no entanto, que a *política de investimentos* o estabeleça, por prazos determinados e justificadamente⁵⁹⁰.

Os limites normativos podem ser, dentro de uma mesma classe de ativos, não apenas *quantitativos* como também *qualitativos*. Tome-se o exemplo da Resolução CMN nº 3.922/10, que não apenas limitou o percentual do patrimônio dos RPPS admitido para investimentos em ações, como especificou que deve ocorrer exclusivamente por intermédio de *fundos de investimento*, ainda que sejam fundos de índice com cotas negociáveis em bolsa de valores, vedando a manutenção de ações diretamente em carteira⁵⁹¹. O regulador, no caso, criou, heteronomamente, uma medida de limitação e pulverização de risco em renda variável para os fundos previdenciários de servidores públicos. Semelhantes determinações, onde não houver legislação limitativa, podem ser estabelecidas na política de investimentos, não apenas como forma de limitação dos riscos inerentes ao investimento em ações, como também de limitação do *risco operacional*, relacionado com eventual falta de *expertise* no segmento.

As estratégias de investimentos devem contemplar, ainda, os *benchmarks* (índices de referência), fundamentais para a avaliação do desempenho das aplicações. Os *benchmarks* devem ser apropriados para classe de ativos, podendo ser ponderados numa avaliação em função de um *portfolio* de referência. De acordo com o perfil de investimentos, definir-se-á se as estratégias serão *passivas* (busca de replicação do *benchmark*), mais conservadoras, ou *ativas* (tentativa de superá-lo), mais arriscadas, para cada categoria de investimentos. No entanto, a escolha entre estratégias passivas ou ativas não depende apenas do apetite para o risco financeiro, envolvendo questões estruturais e operacionais, como o nível de sofisticação das estruturas internas de operação e monitoramento das aplicações e a deliberação da

⁵⁹⁰ V. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management**. Paris: OECD, 2006, p. 7. Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013; INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013..

⁵⁹¹ V. *supra*, Capítulo 4.

administração superior quanto à gestão externa e, conseqüentemente, o grau de delegação de atribuições decisórias ao gestor contratado.

5.5.3.3 Função regulatória

A *função regulatória* dos investimentos – relacionada com os princípios de *investimento responsável*, isto é, a consideração dos elementos ambiental, social e de governança corporativa (ESG) nas decisões de investimentos – tem relevância na direta proporção do risco dos investimentos: como anteriormente demonstrado, adquirirão maior importância quanto mais concentrados os investimentos no segmento de renda variável (ex.: ações), uma vez que os investimentos em renda fixa, em geral, não conferem margem significativa de ponderação dessas questões.

Logo, como parâmetro principal para o exercício de *função regulatória*, propõe-se que a política de investimentos *pode* contemplar, na proporção do peso, em seu *portfolio*, dos investimentos em ações, a inclusão dos elementos ESG nos fatores relevantes para as decisões de investimentos. Tal permissivo, no entanto, deve ser devidamente concatenado com os objetivos do investimento: cuidando-se de aplicações destinadas à rentabilidade (*investimento-rendimento*), estas não podem descurar dos limites de exposição a risco e das expectativas de rentabilidade, sob pena de subversão dos objetivos primordiais dos investimentos e conversão em *investimento-fomento*.

Além da divulgação do possível uso dos investimentos com fins regulatórios acessórios (transparência), as próprias condutas de *investimento responsável* devem ser igualmente *transparentes*, nos seguintes sentidos:

- os órgãos ou entidades de investimentos financeiros estatais não se pode valer de informações privilegiadas ou de vantagens indevidas, decorrentes da sua condição de órgão ou entidade governamental⁵⁹²;
- da mesma forma, não devem surpreender o mercado ou os acionistas das companhias de que detiverem parcela do capital votante, cumprindo-lhes divulgar antecipadamente seus votos e sua abordagem quanto aos temas atinentes ao meio ambiente, às questões

⁵⁹² Nesse sentido, v. o Princípio nº 20 dos *Princípios de Santiago*: “O FRS não deve buscar ou auferir vantagem decorrente de informação privilegiada ou de influência imprópria do governo na competição com entidades privadas” (tradução livre do inglês: “The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities”). In In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 8. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

sociais ou à governança corporativa. É o que consta, inclusive do supramencionado Princípio nº 21 dos *Princípios de Santiago*⁵⁹³.

5.6 Controle externo do Estado investidor: a questão das *capacidades institucionais*

É de imediata constatação que os investimentos financeiros estatais, por serem operações de gestão de recursos públicos, inserem-se nas contas governamentais – *lato sensu*, pois aqui se incluem as contas das administrações de todos os Poderes e órgãos constitucionalmente independentes – e, portanto, submetem-se a controle legislativo, mediante o exame e o parecer prévio do Tribunal de Contas (arts. 70 e 71 da Constituição Federal). Pode também o Ministério Público, no exercício das suas funções constitucionais e por intermédio da instauração de *inquérito civil*, apurar irregularidades na condução dos investimentos e, se conclui pela sua ocorrência, propor, perante o Judiciário, ações civis públicas ou ações de improbidade administrativa, com vistas à reparação dos danos ao erário e à imposição das penalidades legais aos responsáveis e beneficiários das ilegalidades.

Contudo, a maior dificuldade concernente ao tema do controle da Administração Pública está, normalmente, na determinação dos *parâmetros de controle*, tema que remete, em boa medida, a um dos mais importantes debates do Direito Público brasileiro contemporâneo, qual seja, o tema das *capacidades institucionais*, argumento frequentemente invocado para oposição à interferência do Poder Judiciário na esfera de decisão do Poder Executivo relativamente à concepção e implementação de políticas públicas. A aplicabilidade da ideia ao presente estudo demanda uma breve digressão.

Quando se argui a ausência de *capacidade institucional* da judicatura para tanto, afirma-se, em brevíssima síntese, que, pelas características próprias de sua formação, bem como pela natureza e pelas circunstâncias de suas atividades, o Judiciário não estaria aparelhado para substituir-se à Administração Pública em decisões de cunho técnico, como, por exemplo, as escolhas regulatórias e as medidas alocativas de bens e serviços públicos.

⁵⁹³ “FRSs veem os direitos de acionista como um elemento fundamental para a valorização dos seus investimentos em ações. Se um FRS escolhe exercer seus direitos de acionista, deve fazê-lo de modo a que seja consistente com sua política de investimentos e proteja o valor financeiro dos seus investimentos. O FRS deve divulgar publicamente sua abordagem geral para as ações com direito a voto de companhias listadas em bolsa, inclusive quanto aos fatores-chave que guiam o exercício de seus direitos de acionista”. In INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008, p. 9. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013. Tradução livre do inglês: “SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments’ value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights”.

CASS SUNSTEIN e ADRIAN VERMEULE, em conhecido ensaio, tecem considerações sobre os limites da intervenção judicial na interpretação dos atos normativos regulatórios, que serão úteis ao raciocínio que se pretende desenvolver. Confira-se:

“Dois pontos são relevantes aqui. Em primeiro lugar, agências [reguladoras] provavelmente estarão em melhor posição para decidir se o afastamento da literalidade do texto [normativo] realmente faz sentido. Assim é principalmente porque as agências possuem um grau superior de competência técnica; mas não é irrelevante o fato de que estão sujeitas a um grau de supervisão democrática. Em segundo lugar, as agências estão em melhor posição para saber se afastamentos da literalidade do texto diminuirão seriamente a previsibilidade ou, ao contrário, desfigurar o esquema normativo. Se as agências não estão preocupadas com o risco de desfiguração, existe alguma razão para crer que o risco é baixo. [...]”⁵⁹⁴

Em compreensão um pouco mais aproximada do que se pretende descrever, confira-se a lição de LUÍS ROBERTO BARROSO:

“Cabe aos três Poderes interpretar a Constituição e pautar sua atuação com base nela. Mas, em caso de divergência, a palavra final é do Judiciário. Essa primazia não significa, porém, que toda e qualquer matéria deva ser decidida em um tribunal. Para evitar que o Judiciário se transforme em uma indesejável instância hegemônica, a doutrina constitucional tem explorado duas ideias destinadas a limitar a ingerência judicial: a de capacidade institucional e a de efeitos sistêmicos. *Capacidade institucional* envolve a determinação de qual Poder está mais habilitado a produzir a melhor decisão em determinada matéria. Temas envolvendo aspectos técnicos ou científicos de grande complexidade podem não ter no juiz de direito o árbitro mais qualificado, por falta de informação ou de conhecimento específico. Também o risco de *efeitos sistêmicos* imprevisíveis e indesejáveis podem recomendar uma posição de cautela e de deferência por parte do Judiciário. O juiz, por vocação e treinamento, normalmente estará preparado para realizar a justiça do caso concreto, a microjustiça, sem condições, muitas vezes, de avaliar o impacto de suas decisões sobre um segmento econômico ou sobre a prestação de um serviço público.”⁵⁹⁵

Já é usual na doutrina e relativamente presente na jurisprudência pátrias essa percepção. Há questões atinentes às funções próprias da Administração Pública cuja solução demanda a tomada de decisões que, por sua vez, cumprem aos órgãos e entidades dotados de *capacidade institucional*, vale dizer, órgãos e entidades cujos quadros são formados por agentes públicos com formação técnica específica, habilitados ao desempenho de tarefas bem

⁵⁹⁴ SUNSTEIN, Cass; VERMEULE, Adrian. Interpretations and Institutions. **Chicago John M. Olin Law & Economics Working Papers**, Chicago, n. 156, jul. 2002, p. 33. Tradução livre do inglês: “Two points are relevant here. First, agencies are likely to be in a better position to decide whether departures from the text actually makes sense. This is so mostly because agencies have a superior degree of technical competence; but it is not irrelevant that agencies are subject to a degree of democratic supervision. Second, agencies are likely to be in a better position to know whether departures from the text will seriously diminish predictability or otherwise unsettle the statutory scheme. If agencies are not concerned about the risk of unsettlement, there is some reason to think that the risk is low. [...]”.

⁵⁹⁵ BARROSO, Luís Roberto. **Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo**. Disponível em: <http://www.luisrobertobarroso.com.br>. Acesso em: 26 de novembro de 2012.

distintas daquelas para as quais se prepara e se propõe a magistratura e situados em ambiente profissional concebido para isso.

Ora, se existe uma atividade administrativa tecnicamente qualificada e de alta especificidade, esta é a operação de investimento financeiro. O sua presença relativamente recente na própria Administração Pública – a ponto de demandar a contínua capacitação dos servidores envolvidos⁵⁹⁶ – demonstra, à sociedade, que órgãos e instituições de controle externo, tais como o Ministério Público e o Poder Judiciário, não detêm a *expertise* própria para o exercício da fiscalização. É certo que o Poder Legislativo, com o auxílio do Tribunal de Contas – este, sim, um órgão especializado e mais familiarizado com a matéria financeira – terá melhores condições de fiscalização, mas a natureza política de sua atuação, por outro lado, limita, em alguma medida, as suas possibilidades.

Sugere-se, então, que uma solução possível para aprimoramento dos controles é a adoção dos *parâmetros gerais de investimentos* acima descritos, a transmutar-se em *parâmetros gerais de controle*. Determinadas as orientações gerais para os investimentos financeiros estatais, será possível aos órgãos e instituições de controle externo verificar a *conformidade (compliance)* das operações e, assim, apurar as responsabilidades pelos eventuais danos ao erário.

De fato, verificar, por exemplo, se houve prejuízo numa determinada aplicação financeira importa saber, antes de tudo, se o ente público era legalmente autorizado a efetuar a aplicação e se estava tecnicamente apto a fazê-la (devidamente informado dos riscos e do ambiente econômico, bem como das repercussões do investimento sobre suas próprias finanças). Importa descobrir, ainda, qual era a meta de rentabilidade esperada, qual o indicador de desempenho (*benchmark*) adotado e, caso as expectativas não tenham sido atendidas, quais as razões. Sem todas essas informações, o controle é, se não inviável, *imperfeito* e, portanto, *potencialmente injusto*.

Logo, o controle externo dos investimentos financeiros estatais, de modo a respeitar as *capacidades institucionais* da Administração Pública, deve ocorrer mediante em etapas necessariamente sucessivas, quais sejam:

1. primeiramente, impõe-se identificar os parâmetros estruturais, operacionais e materiais dos investimentos fiscalizados, verificando-se:
 - a. se os mesmos são compatíveis com a legislação (Constituição, leis e atos infralegais) de regência; e

⁵⁹⁶ V. supra, Capítulo 4.

- b. se são econômica e financeiramente justificáveis;
2. num segundo momento, deve apurar-se a *conformidade* da operação com parâmetros gerais dos investimentos;
3. numa terceira etapa, é de se investigar se os mecanismos de controles internos e de auditoria funcionaram adequadamente;
4. por fim, impende desvendar se, em caso de insucesso, se as respectivas razões eram imputáveis à Administração Pública (ou se decorreram de eventos alheios à sua possibilidade de interferência).

Se as respostas forem afirmativas para todos esses questionamentos, há de se reputar regular a operação, ressalvadas, evidentemente, as hipóteses de simulação, fraude ou outros casos de má-fé. Se, no entanto, alguma das questões alcançar resposta negativa, devem ser deflagrados os mecanismos sancionatórios competentes.

Alternativamente (ou adicionalmente, por óbvio), a fiscalização externa pode e deve valer-se das informações apuradas em eventuais processos sancionadores movidos pelas entidades de regulação do mercado financeiro (Bacen) e do mercado de capitais (CVM) – por exemplo, em face de gestores externos dos investimentos, por práticas irregulares –, que, em virtude de sua especialização, poderão reduzir significativamente a *assimetria informacional* dos órgãos e entidades de controle.

Insista-se no ponto. As ações fiscalizatórias que “queimarem etapas”, suprimindo uma das fases acima ou deixando de recorrer aos entes reguladores dos mercados, tendem a alcançar conclusões equivocadas. Duas possibilidades se descortinam: ou os órgãos e entidades de controle imputarão, erroneamente, transgressões a autoridades públicas que atuaram corretamente e de boa-fé – mas sua conduta não foi compreendida por causa da indigitada *assimetria informacional* –, ou simplesmente não serão capazes de identificar lesões de enorme vulto aos cofres públicos.

Essa, aliás, foi uma das grandes preocupações que moveu a elaboração desta tese. A potencialidade das punições injustas a bons gestores e da impunidade dos fraudadores, protegidos pelo alto grau de especialização e sofisticação das operações financeiras, não só pode gerar incríveis prejuízos ao erário, como podem, mediatamente, reavivar a resistência cultural aos investimentos estatais de que se tratou no Capítulo 1, minimizando o seu grande potencial para a estabilização fiscal e para o equilíbrio intergeracional.

CONCLUSÕES

De tudo quanto se expôs, podem ser sintetizadas algumas conclusões. A primeira delas é a de que as aplicações financeiras efetuadas por órgãos e entidades da Administração Pública não se enquadram em qualquer das modalidades de intervenção estatal na economia (*planejamento, regulação, fomento, repressão ao abuso do poder econômico e exploração direta da atividade econômica*), ainda que se reconheça que possam exibir finalidades interventivas mediatas.

No entanto, isso não significa que haja qualquer vedação constitucional (implícita ou explícita) aos investimentos financeiros estatais – nem mesmo no art. 164, § 3º, da Carta Política de 1988. Na verdade, é de se reconhecer a sua constitucionalidade, considerando que as razões para a resistência à ideia são de cunho sociológico ou político (e não jurídico), afiguram-se anacrônicas num contexto de despesas públicas tendencialmente crescentes e dadas quando da percepção das receitas públicas – que exigem do Estado a ampliação de suas fontes legítimas de recursos – e recusam a existência de entidades da Administração Pública instituídas mediante modelagens aptas ao lucro ou à rentabilidade, como as estatais e os fundos soberanos. Ademais, a ideia de absoluta intolerância estatal ao risco financeiro se demonstrou equivocada, uma vez que todas as fontes de obtenção de receitas públicas – inclusive a tributação – estão sujeitas a riscos de naturezas diversas.

No mesmo sentido, é de se inferir dos princípios constitucionais da eficiência e da economicidade o dever do Estado de utilizar ferramentas de investimentos que lhe permita buscar rentabilidades atraentes, observados determinados limites de exposição a risco. Também se o entende como exigência do princípio da *equidade entre gerações*, de modo a reduzir a translação das despesas públicas entre as mesmas e, assim, evitar que os benefícios auferidos por uma geração sejam economicamente suportados pela seguinte.

Quando se afirma que a Administração Pública pode suportar o risco das aplicações financeiras, admite-se, inclusive, que se exponha, com restrições prudenciais, a investimentos de alto *risco*, quando necessária a busca de *rentabilidade* mais elevada, porquanto direta a relação entre *retorno esperado* e *risco suportado*. Além disso, o Estado também deve considerar o *custo de oportunidade*, traduzido na expressão econômica da perda de chance de um investimento, dentre as várias alternativas disponíveis de similares risco, tributação e liquidez (inclusive a opção de *não* investir). Haverá, aliás, casos em que a tolerância do Estado ao risco será ainda maior, a saber, quando o investimento for dirigido à intervenção econômica para fins de fomento (*investimento-fomento*).

O *investimento-fomento*, contudo, não era o objeto primordial de estudo. A tese se dedicou ao chamado *investimento-rendimento*, orientado pela finalidade precípua de rentabilidade, de tal modo que seu eventual efeito interventivo na economia constituirá mera externalidade. Trata-se da denominada *função regulatória do investimento financeiro estatal* – que não se confunde com a inversão de recursos públicos com objetivos primordialmente regulatórios, como, por exemplo, no caso da aquisição de títulos do Tesouro Nacional pelo Bacen –, pela qual o Estado, mediante a adesão a uma *política de investimento responsável* que tome em consideração fatores relacionados com o meio ambiente, questões sociais e de governança (*ESG – Environment, Social and Governance*), vem a exercer uma intervenção mediata na economia, induzindo ou coibindo comportamentos dos agentes de mercado.

Feitas essas considerações, impõe-se a definição de parâmetros gerais para os investimentos financeiros estatais. Como premissa, a teoria e as amostras internacional e nacional demonstraram que desenho institucional do órgão ou entidade incumbida dos investimentos financeiros, a operação de investimento em si, a tolerância ao risco financeiro e o grau de governança exigido são absolutamente dependentes da finalidade dos recursos aplicados e de seus respectivos rendimentos.

Algumas observações, de cunho eminentemente indutivo, o comprovam. Verificou-se uma relação direta entre a destinação dos investimentos à reserva para despesas e contingências futuras e a independência do órgão ou entidade de investimentos em relação ao governo, porque, ao isolar a poupança pública para o atendimento de suas finalidades, tende-se a conter a tentação do governo em utilizar os recursos antes da hora e, com isso, desobrigar-se da responsabilidade fiscal e do controle do gasto público. Por outro lado, as reservas vinculadas à estabilização econômica, a medidas anticíclicas ou mesmo ao custeio são geridos com *algum* grau de independência do governo, ainda que menor.

Também se viu a relação direta entre a tolerância ao risco e as finalidades de investimentos. Quando há menor necessidade de liquidez, há maior tendência às aplicações de risco mais elevado, como no segmento de renda variável; por outro lado, a necessidade mais cotidiana de utilização dos recursos investidos para o custeio de serviços públicos ou benefícios pecuniários (*v.g.*, previdência) aumentam a aversão ao risco financeiro.

Apurou-se também que a opção entre gestão dos investimentos *in-house* ou a sua delegação a gestores externos é feita mediante o balanceamento entre os custos – menores na primeira hipótese, em que não se paga taxa de administração ou de *performance* ao gestor externo – e a necessidade de especialização, sobretudo nos investimentos mais sofisticados. A consideração de elementos ESG (ambientais, sociais e de governança corporativa) tende a

ser mais presente nos investimentos em renda variável – sobretudo em ações –, sendo de relevância relativamente pequena para perfis mais conservadores, mais concentrados nas aplicações em renda fixa.

Outra interessante relação verificada é a que se dá entre a transparência dos investimentos e o grau de desenvolvimento da democracia do Estado a que se vincula. No entanto, essa transparência também se estabelece – quando menos, em níveis minimamente aceitáveis – com o objetivo de transmitir confiabilidade ao mercado, mesmo nos casos de fundos soberanos de Estados não democráticos.

Logo, a primeira etapa da configuração dos investimentos financeiros estatais é a adequada identificação de finalidades públicas relevantes como destinação final dos recursos investidos e dos rendimentos deles decorrentes. Nessa ordem de ideias, é fundamental que o perfil de investimentos do ente estatal não considere apenas *o que será feito* com os recursos aplicados no mercado, mas *o que não estará sendo feito* com eles durante a maturação dos investimentos e *o que cabe ao Estado fazer*, mesmo sem poder contar com os recursos investidos. É certo, ainda, que o Estado jamais estará autorizado a comprometer seu patrimônio com qualquer política de investimentos financeiros que inviabilize a prestação de serviços públicos ou do cumprimento de suas demais obrigações.

A definição dessas finalidades reduz a confusão entre o Estado regulador e o Estado investidor, uma vez que, quando o investimento se encontra numa zona nebulosa entre a *rentabilidade* e o *fomento*, também se esfumaçam os parâmetros de aferição de desempenho. É necessário, portanto, que, em primeiro lugar, sejam definidos de forma clara os objetivos dos investimentos; em segundo lugar, que esses objetivos sejam efetivamente observados; em terceiro, que se saiba com clareza quais modalidades de investimentos se vinculam a quais objetivos e, conseqüentemente, quais serão os indicadores de desempenhos específicos para cada uma. Nessa linha de raciocínio, a *função regulatória dos investimentos financeiros* deve manter-se meramente acessória, sob pena de incompatibilizar os investimentos com o grau de risco tolerável e com a expectativa de desempenho, o que importa, em números, o desatendimento de seus objetivos.

A Administração Pública não necessita de autorização legal *para a prática dos investimentos financeiros em si*, uma vez que os investimentos financeiros estatais, na medida em que inseridas no conceito de *gestão de recursos públicos*, são diretamente autorizados pela Constituição, em função do princípio da juridicidade, que vincula a Administração Pública aos cânones da eficiência e da economicidade. No entanto, em virtude do princípio do Estado Democrático de Direito, deve sujeitar-se à reserva de lei (de competência de cada unidade

federada) a definição do órgão ou ente público competente para o investimento (*veículo*) e sua estrutura básica, da destinação final dos recursos geridos pelo veículo de investimentos e das orientações gerais para o exercício dos poderes normativos no âmbito do veículo de investimentos.

Caberá, então, ao regulamento (eventualmente advindo de *fontes heterônomas*, como as entidades reguladoras de determinados segmentos) o detalhamento da organização administrativa interna do veículo de investimentos e o seu funcionamento, minudenciando o processo decisório das aplicações financeiras. Atos normativos de eficácia interna do órgão ou ente investidor determinarão, posteriormente, as políticas de investimentos e outros *standards* materiais.

Os *parâmetros gerais para os investimentos financeiros estatais* podem ser classificados em: (a) *estruturais*, referentes à disciplina do veículo de investimento, sua estrutura e seus mecanismos de gerenciamento de riscos, controles internos e externos; (b) *operacionais*, quando tratam da operação de investimento em si, particularmente dos processos decisórios, da respectiva transparência e da aferição de *performance*; e (c) *materiais*, relativos à política de investimentos, naquilo que toca aos seus objetivos, alocação de ativos, limites prudenciais e outras restrições e, ainda, à função regulatória dos investimentos.

1. Dentre os *parâmetros estruturais*, propõe-se que:

- a. A escolha do *veículo de investimento* (órgão, fundo especial, autarquia, fundação, SPE etc.) deve considerar: (i) os custos operacionais; (ii) o enquadramento tributário; (iii) o mecanismo de capitalização e (iv) a reserva de lei para a sua instituição, quando for o caso.
- b. A clara divisão entre a *administração superior*, incumbida da definição da política de investimentos, e a *direção executiva*, encarregada das decisões de investimentos e da coordenação das operações dos fundos, facilita a atribuição de responsabilidades, cria mais uma instância de supervisão e, ao isolar a decisão técnica da formulação política, tende a ser mais democrática.
- c. No caso de investimentos de fundos destinados a um universo específico de interessados – segurados de um regime previdenciário, por exemplo –, é recomendável que a *administração superior* seja exercida por um colegiado de composição paritária, em que se assegure a respectiva participação. Por outro lado, nos casos em que a finalidade dos recursos diga com uma coletividade indeterminável de destinatários, a eventual inviabilidade de uma administração

colegiada deve ser suprida por outros mecanismos de participação democrática, como as audiências e consultas públicas.

- d. A *direção executiva* deve ser exercida, necessariamente, com independência, garantida pela clara definição de atribuições, pela adoção de critérios seletivos técnicos e objetivos – como a qualificação, a experiência e a idoneidade – e pela previsão de órgãos de consultoria e assessoramento, como o *Comitê de Investimentos* ou órgão análogo.
- e. A opção entre a gestão *in-house* ou externa dos investimentos, definida na *política de investimentos*, discricionária, mas deve tomar em consideração as capacidades técnicas, logísticas e operacionais do veículo de investimentos, bem assim as especificidades das aplicações pretendidas. A dinâmica do mercado financeiro e do mercado de capitais, de difícil reprodução no ambiente dos ritos licitatórios previstos na Lei nº 8.666/93, pode torná-los inexigíveis, sem prejuízo da instituição de processo público, objetivo, com regras previamente definidas, que observe a igualdade entre os candidatos.
- f. É indispensável a existência de estruturas de controles internos, *compliance* e auditoria, subordinadas a órgão máximo que responda diretamente à administração superior do veículo de investimentos, como garantia de independência. Relevante, ainda, a contratação de auditoria externa independente e a submissão aos órgãos gerais de controles internos da Administração Pública.
- g. A rede de controles internos deve contemplar, ainda, a edição de código de ética detalhado – com definição dos impedimentos e das providências relativas aos conflitos de interesse –, a instituição de ouvidoria ou do *ombudsman* e mecanismos seguros de denúncia (*whistleblowing*).

2. Como *parâmetros operacionais*, assinale-se que:

- a. O processo de decisão de investimentos deve estar pautado na *política de investimentos* e racionalmente orientado. Para observância dessa racionalidade, propõe-se a oitiva do Comitê de Investimentos ou órgão consultivo análogo e a deliberação colegiada. O processo se realimenta pelo permanente monitoramento e pela avaliação de *performance*.
- b. A transparência no manejo de recursos públicos é indispensável, cumprindo ao veículo de investimentos disponibilizar todas as informações possíveis aos órgãos e entidades de controle e à sociedade. No entanto, é importante

distinguir as *posições de investimento*, que devem ser de conhecimento público em qualquer caso, das próprias *decisões de investimentos*: estas últimas, assim como as manifestações consultivas que as embasaram, não podem ser objeto de prévia divulgação, admitindo-se, ainda, que permaneçam em sigilo *ex post*, quando, quando, em função dos valores envolvidos e em virtude da relevância da atuação estatal no mercado, puderem influenciar o mercado e/ou interferir na rentabilidade dos próprios investimentos. Tal perspectiva compatibiliza, em interpretação sistemática, a Lei Complementar Federal nº 105/2001 e a Lei de Acesso à Informação.

3. Como *parâmetros materiais* dos investimentos financeiros estatais, propõe-se:
 - a. A *política de investimentos* deve ser elaborada em conformidade com a legislação de regência e conter, no mínimo, os objetivos dos investimentos, (isto é, se se trata de *investimento-fomento* ou de *investimento-rendimento*), o perfil geral dos investimentos, a estratégia de alocação de ativos, as metas gerais de *performance* dos investimentos, os índices de desempenho (*benchmarks*), os mecanismos de monitoramento e, se necessário, modificação das alocações e até mesmo das metas em virtude das alterações macroeconômicas e/ou da projeção de das necessidades de resgate. Também é desejável que inclua o que se denomina *alocação tática de ativos*, relacionada com o aproveitamento de janelas de oportunidade para captar rentabilidades interessantes de curto prazo.
 - b. As estratégias de investimentos podem ser estabelecidas mediante a instituição de um *portfolio de referência* ou *restrições quantitativas de alocação de ativos*, que dirão respeito aos limites máximos de concentração dos investimentos por classes de ativos em função da totalidade do capital investido e por emissor, em função do percentual de participação num mesmo produto. Apenas a política de investimentos pode, excepcionalmente e por prazos limitados, fixar limites *mínimos* de aplicação, que não pode ocorrer por lei ou outro ato normativo, de modo a impedir que os investimentos financeiros estatais sirvam como meio de financiamento da dívida pública, sobretudo no que concerne aos fundos previdenciários.
 - c. As metas de desempenho e os *benchmarks* adotados devem ser apropriados para cada classe de ativo e para respectivo o grau de concentração de investimentos.

- d. A política de investimentos *pode* contemplar, na proporção do peso, em seu *portfolio*, dos investimentos em ações, a inclusão dos elementos ESG nos fatores relevantes para as decisões de investimentos. No entanto, deve concatená-los com objetivos do investimento, seus limites de exposição a risco e suas expectativas de rentabilidade. De todo modo, as ações de *investimento responsável* devem ser adotadas com a máxima *transparência*.
- e. O maior desafio do controle externo das operações de investimentos estatais é a *assimetria de informações*, que potencializa as punições injustas a bons gestores e a impunidade dos fraudadores, protegidos pelo alto grau de especialização e sofisticação das operações financeiras. Isso não só pode gerar grandes prejuízos ao erário, como pode, em última análise, reavivar a histórica resistência cultural aos investimentos financeiros estatais.
- f. À luz da teoria das *capacidades institucionais*, sugere-se que os órgãos e entidades de controle externo adotem os *parâmetros gerais de investimentos* acima descritos, a transmutar-se em *parâmetros gerais de controle*. Determinadas as orientações gerais para os investimentos financeiros estatais, será possível aos órgãos e instituições de controle externo verificar a *conformidade (compliance)* das operações e, assim, apurar as responsabilidades pelos eventuais danos ao erário.
- g. O controle externo dos investimentos financeiros estatais, de modo a respeitar as *capacidades institucionais* da Administração Pública, deve ocorrer mediante as seguintes etapas, necessariamente sucessivas: (i) identificação e avaliação jurídica, econômica e financeira dos parâmetros gerais de investimentos adotados; (ii) apuração da conformidade das operações de investimento com os mencionados parâmetros gerais; (iii) investigação da adequada deflagração dos mecanismos de controle interno; (iv) apuração da responsabilidade em caso de eventual insucesso das operações de investimento.
- h. A fiscalização externa pode e deve valer-se das informações apuradas em eventuais processos sancionadores movidos pelo Bacen ou pela CVM, que, em virtude de sua especialização, poderão reduzir significativamente a *assimetria informacional*.

REFERÊNCIAS

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013. Disponível em: <http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2014.

AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION. **Board of Trustees Charters and Governance Policies**. Juneau: APFC, 2011. Disponível em: <http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_GovernanceManual.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2014.

_____. **Evolving: Alaska Permanent Fund Corporation 2013 Annual Report**. Juneau: APFC, 2014. Disponível em: <http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2014.

_____. **Investment Policy**. Juneau: APFC, 2013. Disponível em: <<http://www.apfc.org/home/Media/investments/20130523InvestmentPolicyD.pdf>>. Acesso em: 01 mar. 2014.

_____. **Bylaws**. Juneau: APFC, 2011. Disponível em: <http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/2011_02_Bylaws.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2013.

ALESSI, Renato. **Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano**. Milão: Giuffrè, 1953.

ALEXY, Robert. **Teoría de los Derechos Fundamentales**. Tradução de Ernesto Garzón Valdés. Tercera reimpressão. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1993.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade. **Revista de Direito Administrativo**, [S.l.], v. 236, n. 51-64, abr./jun. 2004.

_____. **Curso de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

_____. **Direito dos Serviços Públicos**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

_____. Empresa público-privada. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 890, p. 33-68, dez. 2009.

ARIÑO ORTIZ, Gaspar. **Principios de Derecho Público Económico**. 3.ed. Madrid: Comares, 2004.

ARONSON, Bruce E. A Japanese CalPERS or a New Model for Institutional Investor Activism: Japan's Pension Fund Association and the Emergence of Shareholder Activism in Japan. **NYU Journal of Law and Business**, New York, v. 7, n. 2, p. 571-640, ago. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1488201>>. Acesso em: 15 mai. 2013.

ASFAHA, Samuel G.. **National Revenue Funds: Their efficacy for fiscal stability and intergenerational equity.** Winnipeg: International Institute for Sustainable Development, August 2007. Disponível em: <<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7656>>. Acesso em: 14 jan. 2013.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro.** 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado Estatístico.** São Paulo: ABRAPP, junho de 2013. Disponível em:
http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/ConsolidadoEstatistico_06_2013.pdf. Acesso em: 28 dez. 2013.

BAIN & COMPANY; TOZZINI FREIRE ADVOGADOS. **Estudos de Alternativas Regulatórias, Institucionais e Financeiras para a exploração e produção de petróleo e gás natural e para o desenvolvimento industrial da cadeia produtiva de petróleo e gás natural no Brasil:** Relatório consolidado. Rio de Janeiro: BNDES, 2012. Disponível em:<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empres a/pesquisa/chamada1/RelConsol.pdf>. Acesso em: 16 out. 2012.

BALDING, Christopher. **A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds.** [Sl: s.n, 20--?]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1141531>. Acesso em: 15 jan. 2013.

BARROSO, Luís Roberto. **Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo.** Disponível em: <<http://www.luisrobertobarroso.com.br>>. Acesso em: 26 nov. 2012.

_____. A ordem econômica constitucional e os limites à atuação estatal no controle de preços. In: TEMAS de Direito Constitucional. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. V. 2.

_____. **Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo.** São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. Doze Anos da Constituição Brasileira de 1988 (Uma breve e acidentada história de sucesso). In: TEMAS de Direito Constitucional. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

_____. **Interpretação e Aplicação da Constituição.** 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

BELLO, Teresinha Silva. Um fundo soberano brasileiro: é o momento? **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, RS, v. 4, n. 35, p. 151-158, out./dez. 2008. Disponível em:<<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores>>. Acesso em: 07 mar. 2014.

BENDA, Ernst et al. **Manual de Derecho Constitucional.** Tradução de Antonio López Pina. Madrid: Marcial Pons, 2001.

BERSNTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. **Harvard Business School Working Paper**, Boston, n. 09-112, mar. 2009. Disponível em: <http://hbswk.hbs.edu/item/6023.html>. Acesso em: 15 jan. 2013.

BINENBOJM, Gustavo. **Uma Teoria do Direito Administrativo: Direitos Fundamentais, Democracia e Constitucionalização**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

BLUNDELL-WIGNALL, Adrian; YU-WEI Hu; YERMO, Juan. Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. In: **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions n. 14**. Paris: OECD Publishing, 2008. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 18 jan. 2013.

BONAVIDES, Paulo. **Do Estado Liberal ao Estado Social**. 7.ed São Paulo: Malheiros, 2004.

BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Síntese de Indicadores Sociais: Uma Análise das Condições de Vida da População Brasileira – 2010**. Rio de Janeiro: IBGE, 2010. Disponível em: http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/indicadoresminimos/sinteseindicais2010/SIS_2010.pdf. Acesso em: 21 fev. 2014.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. **Relatório de Administração do Fundo Soberano do Brasil – 1º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_de_Administracao_do_FSB_1_sem_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

_____. **Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil – 3º Trimestre de 2013**. Brasília: STN, 2014. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_Desempenho_3oTri_2013.pdf. Acesso em: 28 fev. 2014.

_____. **Resultado do Tesouro Nacional – v. 19, n. 12 (dezembro/2013)**. Brasília: STN, janeiro/2014. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Politica_Fiscal/arquivos/Nimdez13.pdf. Acesso em: 12 fev. 2014.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. FUNDO SOBERANO DO BRASIL. **Política de Investimentos (Anexo I da Resolução CDFSB nº 11)**. Brasília: STN, dezembro/2010. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Politica_de_investimentos_do_FSB.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

_____. **Relatório de Gestão – Exercício 2012**. Brasília: STN, 2013. Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Responsabilidade_Fiscal/Fundo_Soberano/arquivos/Relatorio_de_Gesto_Exercicio_2012_FSB.pdf. Acesso em: 24 fev. 2014.

BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República – Exercício de 2012**. Brasília: TCU, 2013. Disponível em: http://portal2.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/Contas2012/fichas/CG%202012_relatorio%20completo.pdf#page=626. Acesso em: 04 mar. 2014.

BREMMER, Ian. **O Fim do Livre Mercado: Quem vence a guerra entre Estado e corporações?** Trad. Luiz Euclides T. Frazão Filho. São Paulo: Saraiva, 2011.

CÂMARA, Jacintho Arruda. O lucro nas empresas estatais. **Revista Brasileira de Direito Público**, Brasília, DF, v. 37, p. 9-18, abr./jun. 2012.

CAMPINHO, Sérgio. **O Direito da Empresa à Luz do Novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **“Brançosos” e Interconstitucionalidade: itinerários dos discursos sobre a historicidade constitucional**. 2.ed. Coimbra: Almedina, 2008.

_____. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contributo para a Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas**. 2.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

CARNEIRO, Cristiane Dias. Adoção de Cláusulas de Arbitragem nos Contratos da Administração Pública e, em Especial, pelas Estatais. In SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Criação e Função Social da Empresa Estatal – A Proposta de um Novo Regime Jurídico para as Empresas sob Controle Acionário Estatal**.

CARRASQUEIRA, Simone de Almeida; CARNEIRO, Cristiane Dias; ASSED, Andressa Pinheiro Mendes (coord.). **Direito Administrativo Empresarial**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. **Investimento das Empresas Estatais e Endividamento Público**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

CASSESE, Sabino (org.). **La nuova costituzione economica**. 4.ed rev. e atual., 3. reimpressão. Roma-Bari: Editori Laterza, 2011.

CERBASI, Gustavo. **Investimentos Inteligentes**. Rio de Janeiro: Thomas Nelson Brasil, 2008.

_____; PASCHOARELLI, Rafael. **Finanças para empreendedores e profissionais não financeiros**. São Paulo: Saraiva, 2007.

CHINA INVESTMENT CORPORATION – CIC. **Annual Report 2012**. Beijing: China Investment Corporation, 2013. Disponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2012_annualreport_en.pdf. Acesso em: 04 fev. 2014.

CROUCH, Colin. Models of Capitalism. **New Political Economy**, New York, v. 10, n. 4, dez. 2005. Disponível em: <http://www.izt.uam.mx/sotraem/Bibliografia/CrouchModels.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2013.

CYRINO, André Rodrigues. **Direito Constitucional Regulatório – Elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

DALLARI, Adilson Abreu. Disponibilidades de Caixa e as Instituições Financeiras Oficiais. **Boletim de Direito Municipal**, São Paulo, v. 1, ano XVII, p. 7, jan. 2001.

DERBLI, Felipe. Inovação na gestão de ativos imóveis dos regimes próprios de previdência social: uma proposta de securitização. In SOUTO, Marcos Juruena Villela (org.). **Direito Administrativo: Estudos em Homenagem a Francisco Mauro Dias**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.

_____. O Direito Previdenciário Estadual do Rio de Janeiro. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 66, p. 94-131, 2011.

_____. **O Princípio da Proibição de Retrocesso Social na Constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

DESDENTADO DAROCA, Eva. Crisis y Transformación del Derecho Administrativo. In SADDY, André; LINARES MARTÍNEZ, Aurilivi (coord.). **Direito das Infraestruturas: Um Estudo dos Distintos Mercados Regulados**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 23.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

DIXON, Adam D.. The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution? **New Political Economy**, Bristol, v. 13, n. 3, p. 249-270, set. 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1090860. Acesso em: 13 ago. 2013.

EHMKE, Horst. **Economía y constitución**. Trad. Miguel Azpitarte Sánchez. Disponível em: <http://www.urg.es/~redce/REDCE5/articulos/13horstehmke.htm>. Acesso em: 17 dez. 2013.

EIZIRIK, Nelson et al.. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2.ed. rev. e atual.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTORNINHO, Maria João. **Fuga para o direito privado: contributo para o estudo da actividade de direito privado da Administração Pública**. Coimbra: Almedina, 1999.

FERNANDES, Jorge Ulisses Jacoby. **Tribunais de Contas do Brasil – Jurisdição e Competência**. 2.ed revista, atualizada e ampliada. Belo Horizonte: Fórum, 2005.

FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio. **Fundamentos e Limites Constitucionais da Intervenção do Estado no Domínio Econômico**. Revista de Direito Público, nº. 47-48, jul./dez. 1978.

FERRAZ, Anna Candida da Cunha. **Processos Informais de Mudança da Constituição**. São Paulo: Max Limonad, 1986.

FERRAZ, Luciano. Função regulatória da licitação. **A & C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional**, Belo Horizonte, n. 37, ano 9, p. 133-142, jul./set. 2009.

FINANSTILSYNET. **Circular no. 03/2009: Guidelines to the Regulations on Risk Management and Internal Control**. Oslo: Finanstilsynet, 2010. Disponível em: http://www.finanstilsynet.no/Global/English/Circulars/Circular_3_2009.pdf. Acesso em: 27 jul. 2013.

FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES – FRR. **2012 annual report**. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR-RA12-GB.pdf>. Acesso em: 16 ago. 2013.

FONTE, Felipe de Melo. **O Constitucionalismo Intergeneracional: Uma investigação sobre o modelo jurídico-normativo de proteção dos interesses das gerações futuras**. 77 f. Projeto de Tese (Doutorado em Direito Público) – Programa de Pós-Graduação em Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, Rio de Janeiro, 2011. Texto gentilmente cedido pelo autor.

FOTAK, Veljko; BORTOLOTTI, Bernardo; MEGGINSON, William. **The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investment in Listed Companies**. Revised Draft June 19, 2008. Disponível in <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 15 jan. 2013.

FREITAS, Juarez. **Discricionariedade Administrativa e o Direito Fundamental à Boa Administração Pública**. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2009.

FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

FUNDO ÚNICO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – RIOPREVIDÊNCIA. **Plano Anual de Investimentos 2014**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013. Disponível em: <http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/pai/pai2014.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

_____. **Relatório de Governança Corporativa 2013 – 3º Trimestre**. Rio de Janeiro: RIOPREVIDÊNCIA, 2013. Disponível em: http://www.rioprevidencia.rj.gov.br/governanca/arquivo/relatorio_governanca/2013/relatorio_governanca_3_trim_2013.pdf. Acesso em: 21 jan. 2014.

GILSON, Ronald G.; MILHAUPT, Curtis J.. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism. **Stanford Law Review**, Stanford, v. 60, n. 5, p. 1345-1369 mar. 2008.

GOBIERNO DE CHILE. MINISTERIO DE LA HACIENDA. **Informe Anual Fondos Soberanos 2012**. Santiago de Chile: Ministerio de La Hacienda, 2013. Disponível em: <http://www.hacienda.cl/documento/descargar/id/8231>. Acesso em: 08 fev. 2014.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 8.ed revista e atualizada. São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

HALVORSSSEN, Anita. Using the Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines as a Model for Investors. **University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series**, Oslo, v. 8, mar. 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1774748>. Acesso em: 30 dez. 2012.

HAMMER, Cornelia; KUNZEL, Peter; PETROVA, Iva. Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. In **IMF Working Papers 08/254**, Washington, nov. 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08254.pdf>. Acesso em: 19 jan. 2013.

HESSE, Konrad. **A força normativa da Constituição**. Trad. Gilmar Ferreira Mendes. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1991.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda**. Fevereiro de 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2014.

INTERNATIONAL SOCIAL SECURITY ASSOCIATION – ISSA. Diretrizes para o Investimento dos Fundos da Segurança Social. In **Relatório Técnico 13**. Genebra: ISSA, 2003. Disponível em: <http://www.issa.int/content/download/131255/2674766/file/8TR-13.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS – IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles**. Oct. 2008. Disponível em: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. Acesso em: 16 mai. 2013.

INVESTMENT AUTHORITY – ADIA. **2012 Annual Review – Prudent Global Growth**. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority, 2013. Disponível em: http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2012.pdf. Acesso em: 24 jan. 2014.

JOERGES, Christian. What is left of the European Economic Constitution? **EUI Working Paper LAW**, Florença, n. 13, nov. 2004. Disponível em: <http://www.iue.it/PUB/law04-13.pdf>. Acesso em: 17 dez. 2013.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à Lei de Licitações e Contratos Administrativos**. 9.ed. São Paulo: Dialética, 2002.

_____. **Curso de Direito Administrativo**. 8.ed rev., ampl. e atual.. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

KLÜBER-ROSS, Elisabeth. **On Death and Dying**. New York: Scribner, 1997.

KÜMPEL, Sigfried. **Direito do Mercado de Capitais** – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAGO, Laone. Licitação, disponibilidade de caixa e centralização da movimentação bancária da Administração Pública – Atratividade e Potencialidade desse ativo como fonte de aumento de receita. In FREITAS, Daniela Bandeira de; VALLE, Vanice Regina Lírio do (coord.). **Direito Administrativo e Democracia Econômica**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

LIMA, Iran Siqueira et al.. **Mercados de Investimentos Financeiros**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de (org.). **Manual de Macroeconomia: Nível Básico e Nível Intermediário**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MALVAR, Regina Villela; KOTLIKOFF, Laurence J. Balanço intergeracional: o caso brasileiro. In **Pesquisa e planejamento econômico 27:493-518**. Rio de Janeiro: IPEA, dezembro/1997, v. 27, n. 3. Disponível em: <http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/722/662>. Acesso em: 15 fev. 2014.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. **Bens Públicos: Função social e exploração econômica: O regime jurídico das utilidades públicas.** Belo Horizonte: Fórum, 2009.

MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno.** 15.ed rev., atual. e ampl.. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo.** 29.ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional.** 6.ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

MENDONÇA, José Vicente Santos de. Uma teoria do fomento público: critérios em prol de um fomento público democrático, eficiente e não-paternalista. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 65, p. 115-176, 2010.

MILL, John Stuart. **The Collected Works of John Stuart Mill, Volume III - The Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy (Books III-V and Appendices).** London: Routledge and Kegan Paul, 1965. Disponível em: http://files.libertyfund.org/files/243/Mill_0223-03_EBk_v7.0.pdf. Acesso em: 25 dez. 2013.

MITCHELL, Olivia S.; Piggot, John; KUMRU, Cagri. Managing Public Investment Funds: Best Practices and New Challenges. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 14078, jun. 2008. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14078>. Acesso em: 16 jan. 2013.

MONCADA, Luís S. Cabral de. **Direito Económico.** 6.ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2012.

MORAIS, José Franco Medeiros de; CARVALHO, Lena Oliveira de. Mercado Primário da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

MOREIRA, Vital. A metamorfose da “Constituição econômica”. **Revista de Direito do Estado**, Rio de Janeiro, v. 2, p. 381-394, abr./jun. 2006.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Arbitragem nos Contratos Administrativos. In

MANNHEIMER, Sergio Nelson (coord.). **Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, v. XVIII, p. 29-38, 2006.

_____. **Considerações sobre a Lei de Responsabilidade Fiscal: Finanças Públicas Democráticas.** Com a colaboração de Silvio Freire de Moraes. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

_____. **Direito Regulatório.** Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

_____. **Mutações do Direito Público.** Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

_____. **Quatro Paradigmas do Direito Administrativo Pós-Moderno: Legitimidade – Finalidade – Eficiência – Resultados.** Belo Horizonte: Fórum, 2008.

_____. **Curso de Direito Administrativo.** 15.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
MUNNEL, Alicia H.; SUNDÉN, Annika. Investment Practices of State and Local Pension Funds: Implications for Social Security Reform. **Center for Retirement Research Working Paper**, Boston, v. 1, mar. 1999.

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT. **NBIM Governance Model**, 2010.
Disponível em:
<http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/NBIM%20Governance%20Model.pdf>.
Acesso em: 10 jun. 2013.

_____. **NBIM Policy – Responsible Investor**, 2013. Disponível em:
<http://www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Policies/NBIM%20Policy%20RI.pdf>.
Acesso em: 11 jun. 2013.

OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. **Curso de Direito Administrativo.** São Paulo: Método, 2013.

OLIVEIRA, Regis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro.** 3.ed rev. e atual.. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

_____. Fundos públicos financeiros. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, São Paulo, v. 56, p. 264-275, mai./jun. 2004.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **2010 Survey of Investment regulation of Pension Funds.** Paris: OECD, 2001. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/48094890.pdf>. Acesso em: 03 jan. 2013.

_____. Managing government debt and assets after the crisis. **OECD Economics Department Policy Notes, no. 10.** February 2012.

_____. **OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management.** Paris: OECD, 2006.
Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

_____. **OECD Guidelines for Pension Fund Governance.** Paris: OECD, 2009.
Disponível em: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2013.

OSBORNE, David; GAEBLER, Ted. **Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público.** Trad. Sérgio Fernando Guarischi Bath e Ewandro Magalhães Júnior. Brasília: MH Comunicação, 1994.

OTERO, Paulo. **Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade.** 2. reimpressão. Coimbra: Almedina, 2011.

PARRADO, Eric. Gobernanza y gestión de fondos soberanos: la experiencia chilena y los Principios de Santiago. In SANTISO GUIMARAS, Javier (org.). **Las economías**

emergentes y el reequilíbrio global: retos y oportunidades para España. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2012. Disponível em: <http://www.fef.es>. Acesso em: 06 fev. 2014.

PEREIRA JÚNIOR, Jessé Torres. O Fundo Especial do Tribunal de Justiça como garantia de autonomia administrativa e de responsabilidade fiscal. Disponível em: http://www.tjrj.jus.br/institucional/dir_gerais/dgpcf/arquivos/manual_fundo_especial.pdf. Acesso em: 02 fev. 2014.

PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. **Interpretação Constitucional e Direitos Fundamentais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

PEREZ, Marcos Augusto. **A Administração Pública Democrática:** Instrumentos de Participação Popular na Administração Pública. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal:** função econômica e dilemas societários. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013.

_____. Regulação econômica e empresas estatais. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, n. 15, ano 4, p. 131-148, jul./set. 2006.

PORTO, Antônio José Maristrello; GONÇALVES, Antônio Carlos Porto; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (coord.). **Regulação Financeira para Advogados**. Rio de Janeiro: Elsevier/FGV, 2012.

RODRIGUES, Flavio Martins. **Fundos de Pensão de Servidores Públicos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

ROSA, Maria Berenice. **Contabilidade do Setor Público**. São Paulo: Atlas, 2011.

ROSE, Paul. Sovereign Wealth Fund Investment in The Shadow of Regulation and Politics. **40 Geo. J. Int'l L.**, v. 40, p. 1207-1237, 2008-2009.

_____. Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors? **Yale Law Journal Pocket Part**: New Haven, v. 118, p. 104-108, nov. 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1307182. Acesso em: 14 jan. 2013.

ROZANOV, Andrew. Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities. **Revue d'Économie Financière (English ed.)**, Paris, v. 9, p. 283-290, 2009. Disponível em: http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5514. Acesso em: 25 abr. 2013.

SAFFIRIO, Camila. Regulación de fondos soberanos. El caso chileno. **Anuário de Derecho Público Universidad Diego Portales 2012**, Santiago de Chile, p. 569-584, 2012. Disponível em: http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/anuario/2012/27_Saffirio.pdf. Acesso em: 08 fev. 2014.

SAKAMOTO, Junichi. Japan's Pension Reform. **Social Protection Discussion Paper**, Washington DC, v. 541, dez. 2005. Disponível em: <http://storage.globalcitizen.net/data/topic/knowledge/uploads/2010030895055533.pdf>. Acesso em: 13 dez. 2013.

SANCHES, Osvaldo Maldonado. Fundos federais: origens, evolução e situação atual na administração federal. In **Revista de Informação Legislativa** 154:269-299. Brasília: Senado Federal, abr./jun. 2002.

SARNEY, Mark J.; PRENETA, Amy M.. The Canada Pension Plan's Experience with Investing its Portfolio in Equities. **Social Security Bulletin**, Washington DC, v. 64, n. 2, p. 46-56, set. 2002.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**. São Paulo: Saraiva, 2010.

SCHIRATO, Vitor Rhein. Instituições financeiras públicas: entre a necessidade e a inconstitucionalidade. **Revista de Direito do Estado**, Rio de Janeiro, v. 17-18, ano 4, p. 275-308, jan./jun. 2010.

SCHMITT, Carl. **Teoría de la Constitución**. Trad. Francisco Ayala. 4. reimpressão. Madrid: Alianza Editorial, 2006.

SELLA, Danielle Moraes; ARRUDA, Célia Cristina. Fundos Especiais. **Revista do Tribunal de Contas do Estado do Paraná**, Curitiba, n. 118, p. 76-89, abr./jun. 1996.

SILVA, Rafael Peteffi da. **Responsabilidade Civil pela Perda de uma Chance**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2013.

SOKAL, Guilherme Jales. **O Julgamento Colegiado nos Tribunais: Procedimento recursal, colegialidade e garantias fundamentais do processo**. São Paulo: Método, 2012.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Criação e Função Social da Empresa Estatal – A Proposta de um Novo Regime Jurídico para as Empresas sob Controle Acionário Estatal. In: SOUTO, Marcos Juruena Villela et al. **Direito Administrativo Empresarial**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

_____. **Direito Administrativo Contratual**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

_____. **Direito Administrativo da Economia**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

_____. **Direito Administrativo Regulatório**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

_____. Parceria do Mercado com o Estado. In OSÓRIO, Fábio Medina; SOUTO, Marcos Juruena Villela (org.). **Direito Administrativo: estudos em homenagem a Diogo de Figueiredo Moreira Neto**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. O dilema constitucional contemporâneo entre o neoconstitucionalismo econômico e o constitucionalismo democrático. In COUTINHO, Jacinto Nelson de; LIMA, Martonio Mont'Alverne Barreto (ORG.). **Diálogos Constitucionais: Direito, neoliberalismo e desenvolvimento em países periféricos**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

_____; MENDONÇA, José Vicente Santos de. Fundamentalização e fundamentalismo na interpretação do princípio constitucional da livre iniciativa. In: SOUZA NETO, Cláudio

Pereira de; SARMENTO, Daniel (coord.). **A Constitucionalização do Direito: Fundamentos Teóricos e Aplicações Específicas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.

_____; SARMENTO, Daniel. **Direito Constitucional: Teoria, história e métodos de trabalho**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

SUNDFELD, Carlos Ari. A participação privada nas empresas estatais. In SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). **Direito Administrativo Econômico**. São Paulo: Malheiros, 2000.

_____. **Fundamentos de Direito Público**. 4.ed, 10. tiragem. São Paulo: Malheiros, 2009.

SUNSTEIN, Cass; VERMEULE, Adrian. Interpretations and Institutions. **Chicago John M. Olin Law & Economics Working Papers**, Chicago, n. 156, jul. 2002.

SZTAJN, Rachel. *Law and Economics*. In ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TAVARES, Marcelo Leonardo (coord.). **A Reforma da Previdência Social: Temas Polêmicos e Aspectos Controvertidos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

TORRES, Heleno Taveira; RODRIGUES, Felipe da Cunha. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime jurídico dos fundos públicos especiais, experiência internacional e a Lei nº 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

TORRES, Ricardo Lobo. **Curso de Direito Financeiro e Tributário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. DIRETORIA-GERAL DE PLANEJAMENTO, COORDENAÇÃO E FINANÇAS. **Relatório Gerencial Dezembro/2013**. Rio de Janeiro: TJRJ, 2014. Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/documents/10136/33101/resumo-finan-2013.pdf?v=1>. Acesso em: 23 fev. 2014.

TRUFFA SOTOMAYOR, Santiago Rafael. **¿Invertir afuera o adentro? Implicancias macroeconómicas de la política de inversión de los fondos soberanos**. 59f. Tesis (Magíster en Economía Aplicada). Universidad de Chile, Santiago, 2009. Disponível em: <http://cybertesis.cl/tesis>. Acesso em: 15 jan. 2013.

VALLE, Vanice Regina Lírio do. **Direito Fundamental à Boa Administração e Governança**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

VARIAN, Hal R.. **Microeconomia: conceitos básicos**. Trad. da 7.^a ed. por Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. 10.^a reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

WEBER, Max. **A Ética Protestante e o “Espírito” do Capitalismo**. Trad. José Marcos Mariani de Macedo. Revisão técnica, edição de texto, apresentação, glossário, correspondência vocabular e índice remissivo Antônio Flávio Pierucci. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

WELLER, Christian E.; Wenger, Jeffrey B.. Prudent Investors: The Asset Allocation of Public Pension Plans. **PERI Working Paper Series**, Amherst, n. 175, jul. 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1298654>. Acesso em: 02 jan. 2013.

WHTIMAN, Kevin. Managing Independence: The Governance Components of The National Railroad Retirement Investment Trust. In **Social Security Bulletin**, vol. 71, n. 2, 2011, p. 77-84.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YERMO, Juan. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, Paris, n. 15, jan. 2008. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 18 jan. 2013.

ZIPPELIUS, Reinhold. **Teoria Geral do Estado**. Trad. Karin Praefke-Aires Coutinho. 3.ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997.