

FUNDOS SOBERANOS SUBNACIONAIS: UMA BENÇÃO OU UMA MALDIÇÃO PARA CRESCIMENTO DE LONGO PRAZO?

Subnational sovereign wealth funds: a blessing or a curse for long-term growth?

Fernando Amorim Teixeira¹
Carmem Aparecida do Valle Costa Feijo²

Resumo: O investimento em infraestrutura impulsiona o desenvolvimento e demanda coordenação política para o financiamento eficiente de projetos de longo prazo. Este artigo discute como a entrada de recursos extraordinários de compensação de atividades extrativas pode criar oportunidades para o financiamento de longo prazo. No Espírito Santo, Ilhabela, Maricá e Niterói, a criação de fundos soberanos de riqueza (FSR) a partir de royalties do petróleo ilustra essa possibilidade. O objetivo deste artigo é debater o uso estratégico desses recursos no desenvolvimento local, com foco na gestão financeira dos FSR. Adotando como referencial teórico o circuito *finance-funding* para investimento de longo prazo e a literatura sobre o Estado de Desenvolvimento Local, o artigo propõe um arranjo institucional – a criação de uma Agência Regional de Infraestrutura (ARFI) – para conciliar a gestão conservadora dos FSR subnacionais com a geração de riqueza perene para futuras gerações, inspirando-se em experiências internacionais.

Palavras-chave: Fundos soberanos, financiamento de investimentos em infraestrutura, desenvolvimento regional, fundos soberanos subnacionais brasileiros.

Abstract: Infrastructure investment drives development and demands political coordination for efficient financing of long-term projects. This article discusses how the influx of extraordinary resources from the compensation of extractive activities can create opportunities for long-term financing. In Espírito Santo, Ilhabela, Maricá and Niterói, the creation of sovereign wealth funds (SWFs) from oil royalties illustrates this possibility. The objective of this article is to discuss the strategic use of these resources in local development, focusing on the financial management of SWFs. Adopting as a theoretical framework the finance-funding circuit for long-term investment and the literature on the Local Development State, the article proposes an institutional arrangement – the creation of a Regional Infrastructure Agency (ARFI) – to reconcile the conservative management of subnational SWFs with the generation of perennial wealth for future generations, drawing inspiration from international experiences.

Keywords: Sovereign funds, financing of infrastructure investment, regional development, Brazilian subnational sovereign funds.

JEL: Q32; O38; O21; H75

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento econômico está intrinsecamente ligado ao investimento em infraestrutura (Calderón; Servén, 2003; Estache; Fay, 2007; Straub, 2008; Araújo, 2022). Entretanto, o investimento em infraestrutura apresenta especificidades importantes que o diferenciam de outros tipos de investimento. Projetos nessa área geralmente demandam altos volumes de capital, apresentam longos períodos de maturação e envolvem riscos significativos durante as fases de engenharia e construção. Além disso, são marcados por alto custo irre recuperável, uma vez que são projetos intensivos em capital na fase de implantação. Por isso, o financiamento não ocorre de forma espontânea ou linear, e o arranjo financeiro bem-sucedido demanda coordenação de instâncias decisórias, tanto em âmbito nacional, como em âmbito regional/local.

O objetivo deste artigo é discutir como janelas de oportunidade para o financiamento de investimentos de longo prazo podem emergir a partir do ingresso de receitas extraordinárias provenientes da compensação pela exploração de recursos naturais não renováveis, especialmente petróleo e mineração. Esse é o caso de alguns entes federativos brasileiros beneficiados por rendas associadas à exploração petrolífera, como o estado do Espírito Santo e os municípios de Ilhabela, Maricá e Niterói. Nesses casos, parte dos recursos extraordinários é incorporada às receitas públicas correntes, sujeita a regras específicas de aplicação do gasto, enquanto outra parcela vem sendo destinada à constituição de instrumentos de gestão intertemporal da riqueza, os chamados Fundos Soberanos de Riqueza (FSRs).

É sobre essa segunda modalidade de utilização dos recursos que se concentra este artigo. Argumenta-se que os FSRs representam uma oportunidade para a criação de fontes estáveis de funding para investimentos de longo prazo, ao mesmo tempo em que funcionam como mecanismos de ancoragem das expectativas dos agentes privados. Quando adequadamente estruturados, esses fundos permitem transformar rendas temporárias oriundas da exploração de recursos exauríveis em ativos permanentes, capazes de sustentar estratégias de desenvolvimento e gerar benefícios duradouros para as populações locais.

Diante do horizonte temporal tanto das receitas, quanto das características de gestão desses recursos extraordinários, a utilização de fundos soberanos pode atender a diversos fins, compreendendo desde objetivos mais reativos ou passivos como de estabilização fiscal, até mais ativos como fomentar políticas de desenvolvimento. Assim, a gestão dessas receitas apresenta um dilema: como equilibrar o uso imediato dos recursos para atender às demandas atuais da população e, simultaneamente, garantir a poupança e o investimento em projetos que beneficiem as futuras gerações.

Além desta introdução e das considerações finais, o artigo está organizado em quatro seções. A primeira, apresenta uma revisão teórica do modelo finance-funding; a segunda seção, examina o debate internacional sobre os Fundos Soberanos de Riqueza (FSRs); a terceira seção elaboram uma proposta de criação de uma Agência Regional de Financiamento da Infraestrutura (ARFI), como instrumento de coordenação, planejamento e mobilização de recursos para projetos estruturantes de desenvolvimento regional.

1. Economista. Doutor em Economia. Bolsista de Pós-Doutorado da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro. Pesquisador do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento. Universidade Federal Fluminense. Centro de Estudos Sociais Aplicados. Rua Tiradentes, 17, Ingá, 24210-000, Niterói, RJ, Brasil. fernando_tx@yahoo.com.br

2. Economista. PhD em Economia. Bolsista de Pesquisa Senior do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico. Coordenadora do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento. Universidade Federal Fluminense. Centro de Estudos Sociais Aplicados. Rua Tiradentes, 17, Ingá, 24210-000, Niterói, RJ, Brasil. cbfeijo@gmail.com



2 O MODELO FINANCE-FUNDING E O FINANCIAMENTO A INFRAESTRUTURA

Por desenvolvimento econômico entende-se um processo de crescimento acompanhado de mudança estrutural que resulte em aumento da produtividade agregada, atendimento das necessidades sociais e sustentabilidade ambiental. A promoção de um projeto de desenvolvimento com essas características pode envolver diversas formas de interação entre os setores público e privado, manifestadas por meio de marcos regulatórios, mecanismos de governança corporativa, regimes tributários, relações entre empresas e governo, bem como pela atuação de empresas estatais e privadas, entre outros instrumentos institucionais.

Nesse contexto, os investimentos em infraestrutura — incluindo logística, energia, comunicações e ciência básica, entre outros setores — assumem papel central devido ao seu caráter estruturante para o conjunto da atividade econômica. Dentre os mecanismos institucionais para viabilizar uma agenda de projetos de infraestrutura, o arranjo financeiro é fundamental, pois, em suas várias modalidades, deve ser capaz de combinar adiantamento de recursos, habilidades e interesses do Estado (e da sociedade por ele representada) e a capacidade alocativa e inovativa do mercado.

A viabilização desse processo pressupõe, ainda, a existência de uma institucionalidade financeira funcional, capaz de oferecer recursos em volume, prazo e condições compatíveis com os fluxos de caixa e os períodos de maturação dos projetos. No caso específico dos financiamentos de longo prazo, isso requer mecanismos capazes de lidar com os riscos decorrentes do descasamento entre os prazos dos ativos financiados e das fontes de captação de recursos.

Nessa direção, Studart e Alves Jr. (2019) analisam diferentes arranjos financeiros em função do grau de informação disponível e do nível de incerteza associado às decisões de investimento. Segundo os autores, nos casos em que a incerteza é elevada — em razão da escassez ou mesmo da inexistência de informações relevantes para a avaliação dos projetos — a atuação de instituições financeiras públicas torna-se fundamental, tanto para a produção e disseminação de informações quanto para a redução da incerteza que condiciona as decisões econômicas.¹

Não obstante, a presença de instituições de caráter estatal levanta a questão sobre os efeitos crowding-in e crowding-out, que descrevem a atratividade (ou não) entre capital de origem pública e capital privado. O efeito crowding-in, ou seja, de maior atratividade, seria mais identificado em projetos de infraestrutura, vistos como

1 Diversos formatos de Parcerias Público Privada em infraestrutura são encontrados na literatura. Por exemplo, contratos de “chave em mãos” onde o agente privado se torna proprietário do ativo já construído; contratos de criação de infraestrutura nova; contratos de desenho e construção com remuneração fixa; contratos de operação e manutenção; contratos de operação e manutenção com financiamento privado; contratos de operação e gestão; contratos de leasing a longo prazo; contratos de concessão e; empresas de propriedade conjunta (joint ventures). Além disso, as chamadas Sociedades de Propósito Específico (SPEs) foram comuns no Brasil ao longo dos últimos anos como forma de isolar riscos, além de evitar que os administradores tenham discricionariedade sobre a utilização do fluxo de caixa e permitam ao regulador ter informações precisas sobre o desempenho econômico-financeiro da concessão (Teixeira; Silva, 2019).

complementares a projetos da iniciativa privada (Araújo, 2022)². Já o efeito crowding-out se refere à substituição, ou seja, descreve uma situação na qual a participação pública tenderia a afastar o investidor privado.

Keynes (1971) atribuiu papel central à moeda e ao crédito para o crescimento e o desenvolvimento econômico (Whalen, 2001). Na sua abordagem teórica, a função do sistema financeiro é, de um lado, prover liquidez no curto prazo (finance), e de outro, alocar poupança ex-post, permitindo a transformação de dívidas de curto prazo, assumidas no início do processo de investimento, em passivos de longo prazo (funding), compatíveis com os retornos esperados do investimento. Desta forma, na visão teórica de Keynes, não é a poupança prévia que determina o volume de investimento, mas sim a disposição dos agentes econômicos, financeiros e não financeiros, em renunciar a liquidez (Carvalho, 2016). A poupança, por sua vez, é gerada conforme o investimento se realize e amplie a renda. O circuito do financiamento se completa à medida que a alocação da poupança permita a geração do funding que vá ao encontro às características dos retornos dos investimentos ao longo do tempo. A alocação de poupança em títulos com prazo mais longo permite o alongamento de dívidas de investidores, dando estabilidade financeira. Sendo assim, há necessidade de que o circuito finance-funding se complete, pois, caso contrário, o grau de incerteza empresarial afetaria a própria decisão dos agentes financeiros em fornecerem novo finance.

Na prática, o processo de financiamento ao investimento não é trivial, pois ações especulativas (necessárias, inclusive, para o fornecimento de liquidez aos mercados secundários) e o próprio comportamento inovativo intrínseco ao mercado financeiro podem ter efeito desestabilizador no provimento de fundos. Na visão de Minsky (1986;1992), o sistema financeiro privado, enquanto fundamental no circuito finance-funding para viabilizar o investimento produtivo, também exacerba as flutuações cíclicas, pois suas escolhas visam o lucro e são alimentadas por expectativas (incertas) de retorno futuro, ora excessivamente otimistas quando escolhas passadas são confirmadas, ora excessivamente pessimistas, quando são desapontadas. Neste sentido, Minsky assevera que e as crises financeiras possuem caráter endógeno.

Nesta perspectiva teórica, a característica volátil do funcionamento do sistema financeiro implica que o financiamento do desenvolvimento deve contar com combinações de fontes de recursos. Desta forma, recursos financeiros públicos se tornam essenciais à execução do investimento com longo período de maturação e retorno para dar estabilidade financeira aos fluxos de desembolsos necessários.³ Em uma

2 Segundo Araújo (2022), a maior parte dos estudos econométricos indica haver uma relação positiva entre investimento público e investimento privado no longo prazo. Ademais, a chamada *core infrastructure*, composta basicamente por estradas, ferrovias, portos, aeroportos, energia e saneamento apresenta resultados superiores no que tange ao efeito *crowding-in* do que infraestrutura social (escolas, hospitais, dentre outros). Ver também Froes et al, 2019 para uma avaliação positiva do efeito *crowding-in* do investimento público no caso brasileiro.

3 Existem, não obstante, limitações e/ou armadilhas no processo de oferta de crédito. Uma maior elasticidade do crédito, por exemplo, pode gerar algum nível de fragilidade na gestão dos balanços das empresas, culminando em instabilidade sistêmica, fazendo-se necessário o controle externo de uma autoridade institucional (Minsky, 1986).

palavra, o financiamento de projetos de longa duração implica renunciar a liquidez por longo período.

Do ponto de vista da agenda de desenvolvimento, seja ela de âmbito nacional ou subnacional, ancorar expectativas de longo prazo *é* pressuposto fundamental para que um ciclo de investimento de longa maturação se viabilize.⁴ Isso porque os padrões sistemáticos de conduta são gerados a partir das expectativas compartilhadas entre os agentes, sendo que pressupostos, normas e rotinas têm efeitos sobre motivações e comportamento de atores interconectados (Chang, 2007). O processo de tomada de decisão com horizonte longo de tempo, portanto, depende de uma conjugação de fatores que contribuam para o estado de confiança em expectativas sobre retornos futuros.

3 GESTÃO INTERTEMPORAL DE RECEITAS FINITAS E OS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Em meados dos anos 2000, os Fundos Soberanos de Riqueza se tornaram objeto de debate na esfera internacional diante da proliferação, variedades de objetivos e formas de alocação de portfólio.⁵ Segundo Griffith-Jones e Ocampo (2009), dois movimentos sistêmicos foram determinantes para a proliferação dos fundos soberanos de riqueza (FSR): as sucessivas crises de balanço de pagamentos observadas nos anos 1990 e o ciclo de valorização das commodities na década de 2000. Aproximadamente 65% dos fundos atualmente existentes foram criados a partir da segunda metade dos anos 1990, período que coincide com o auge da liberalização financeira em diversas economias emergentes. Em 2021, havia cerca de 90 fundos soberanos distribuídos por mais de 50 países, administrando ativos superiores a US\$ 8 trilhões, segundo dados do Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI).

Nesse sentido, os FSR podem ser compreendidos como produtos da ordem monetária internacional contemporânea, refletindo tanto o papel central do dólar como moeda de denominação e precificação das commodities quanto a dinâmica dos preços internacionais desses produtos. Sua expansão está intimamente associada à acumulação de excedentes externos por países exportadores de recursos naturais e por economias com superávits persistentes em transações correntes.

A maior parte desses fundos possui caráter nacional e mantém parcela significativa de seus ativos denominada em moeda estrangeira. Em decorrência dessa característica, sua função principal consiste em administrar e alocar excedentes externos nos mercados financeiros internacionais, distinguindo-se da atuação tradicional dos bancos centrais na gestão das reservas internacionais. Enquanto estas são mantidas prioritariamente para fins de liquidez, estabilidade cambial e segurança macroeconômica, os fundos soberanos tendem a perseguir objetivos mais amplos de rentabilidade, estabilização

4 Para a literatura neoclássica, o mecanismo *market clear* seria condição suficiente para ancorar a expectativa de financiadores/investidores. A Hipótese de Mercados Eficientes (HME) preconiza que qualquer intervenção do Estado diante do descrito seria ineficaz ou geraria mais ineficiências. Ver Castro (2009).

5 Pairava no ar, naquele momento, certa desconfiança diante de comportamentos tidos como “pouco ortodoxos” por parte de determinados fundos, havendo rápida reação no sentido de estabelecer regras de boa conduta (Dixon; Monk, 2011).

fiscal, poupança intergeracional e financiamento do desenvolvimento. São parte do arcabouço macroeconômico dos países, atuando na intersecção entre a política monetária (contribuindo com a esterilização da moeda doméstica por meio de reciclagem externa⁶) e a política fiscal (com regramentos específicos para sua saques e utilização).

A literatura internacional sobre os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR), especialmente ao final dos anos 2000, concentrou-se em duas abordagens principais. De um lado, destacavam-se os estudos voltados aos determinantes econômico-financeiros das decisões de investimento, com ênfase na composição dos portfólios, na gestão de riscos e na maximização dos retornos (Kern, 2009). De outro, desenvolveu-se uma perspectiva de caráter mais político, que enfatizava a natureza estatal desses fundos e sua capacidade potencial de influenciar mercados privados, particularmente em setores considerados estratégicos (Kirshner, 2009).

Na prática, contudo, essas duas dimensões encontram-se interligadas. Os objetivos, as regras de governança e os critérios de alocação dos recursos dos FSR resultam da interação entre considerações econômicas e financeiras e prioridades definidas no âmbito da política pública. Dessa forma, as perspectivas econômica e política não devem ser compreendidas como mutuamente excludentes, mas como aspectos complementares de um mesmo instrumento institucional. Em outras palavras, é próprio dos fundos soberanos combinar objetivos estratégicos definidos pelo Estado com práticas de gestão técnica orientadas pela preservação patrimonial, pela rentabilidade e pela mitigação de riscos.⁷

Diante da crescente relevância dos fundos soberanos nos mercados financeiros globais — os chamados Princípios de Santiago, firmados em 2008, buscaram estabelecer parâmetros de governança capazes de compatibilizar a atuação desses investidores estatais com a estabilidade do sistema financeiro internacional. Nesse sentido, seus signatários comprometeram-se a conduzir suas operações de forma transparente e orientada por critérios econômicos, contribuindo para a preservação do livre fluxo internacional de capitais e investimentos.⁸ (Hammer *et al.*, 2008).

3.1 Fundos soberanos de riqueza subnacionais brasileiros

A literatura internacional identifica seis grandes objetivos, não mutuamente excludentes, para os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR): i) poupança intergeracional; ii) estabilização macroeconômica; iii) financiamento do Estado; iv) diversificação da carteira de ativos; v) atuação estratégica; e vi) promoção do desenvolvimento.⁹ Embora outros

6 Para uma discussão sobre fundos soberanos e reciclagem externa, ver Teixeira (2017).

7 Quanto às formas de gestão, destacava-se na literatura pós-2008 uma ênfase na internalização de processos e gestão de portfólio. Segundo Al-Kharusi *et al.* (2014) ao internalizar tais processos objetiva-se o desenvolvimento de expertise interna aos fundos.

8 Importante mencionar que a criação dos FSR subnacionais mantiveram os Princípios de Santiago como referência para justificar sua criação. Ver FFSB, 2022.

9 Detalhando um pouco esses objetivos. i) Poupança Intergeracional: busca transformar a riqueza presente (finita) em riqueza futura. Tem, portanto, caráter intergeracional e está associado a países exportadores de commodities, refletindo a dificuldade de diversificação produtiva. ii) Estabilização: busca esterilizar o impacto inflacionário dos fluxos cambiais e a volatilidade dos preços das matérias primas e seus impactos no

objetivos e funções possam ser observados na prática, eles geralmente constituem desdobramentos ou combinações dessas finalidades fundamentais. Além disso, um mesmo fundo pode ser concebido para atender simultaneamente a mais de um objetivo, assim como um país pode instituir diferentes fundos soberanos, cada qual voltado a funções específicas dentro de uma estratégia mais ampla de gestão patrimonial e política econômica (Teixeira, 2017). Essa flexibilidade institucional explica a considerável heterogeneidade observada entre os FSR quanto às suas fontes de recursos, estruturas de governança e critérios de alocação de investimentos.

Em 2008, o governo brasileiro instituiu o Fundo Soberano do Brasil (FSB).¹⁰ Seus objetivos declarados incluíam a mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos, a formação de poupança pública, a realização de investimentos em ativos no Brasil e no exterior e o apoio a projetos considerados estratégicos para o desenvolvimento nacional. A expectativa era de que o fundo se consolidasse, ao longo do tempo, como um instrumento relevante de gestão intertemporal da riqueza pública. Contudo, por razões que extrapolam o escopo deste artigo, o FSB acabou assumindo um papel secundário na institucionalidade financeira brasileira e foi oficialmente extinto em 2019.

Nos últimos anos, a expressiva expansão da produção de petróleo offshore no litoral sudeste brasileiro tem colocado estados e municípios diante do desafio de administrar o crescente volume de receitas provenientes de royalties e participações especiais. Nesse contexto, a constituição de fundos soberanos subnacionais, com desenhos institucionais e objetivos próprios, passou a ser considerada uma alternativa para a gestão desses recursos. Desde 2017, foram criados quatro fundos dessa natureza pelos municípios de Maricá, Niterói e Ilhabela, bem como pelo estado do Espírito Santo.

O crescimento acelerado das receitas petrolíferas permitiu que esses fundos acumulassem patrimônio significativo em um curto período. Em março de 2025, os quatro fundos administravam conjuntamente cerca de R\$ 6 bilhões em ativos, consolidando-se como experiências pioneiras de gestão intertemporal da renda dos recursos naturais no âmbito subnacional brasileiro.¹¹

Esses quatro fundos, conforme suas respectivas leis instituidoras e documentos oficiais, afirmam o compromisso com as gerações futuras (ver Anexo). No entanto,

lado fiscal. iii) Financiamento do Estado: foca na estabilização intertemporal e na preservação de superávits (fiscais, comerciais e reservas), atenuação de flutuações cíclicas e choques de preços. iv) Diversificação de Carteira de Ativos: se relaciona diretamente com o portfólio do fundo e da possibilidade de maiores retornos por conta de alguma mudança conjuntural. v) Estratégico: o termo estratégico pode trazer ambiguidades. No entanto, de forma geral esse objetivo pode se dar de duas maneiras: países com vistas a adquirir posições acionárias em empresas consideradas estratégicas (nem sempre estão atrelados a retornos financeiros diretos) e busca de projeção geopolítica. vi) Desenvolvimento: este objetivo está atrelado mais a fatores domésticos do que externos, no sentido de direcionar a poupança para investimentos internos de longo prazo.

10 O FSB foi um fundo público vinculado ao Ministério da Fazenda. Poderiam constituir recursos do FSB: recursos do Tesouro Nacional; ações de sociedades de economia mista federal excedentes ao necessário para a manutenção de seu controle pela União ou outros bens com valor patrimonial; resultados de aplicações financeiras à sua conta; títulos da dívida pública mobiliária federal.

11 Sobre a governança dos fundos soberanos de Maricá e Niterói, especificamente, ver Tramansoli e Siqueira, 2024.

permanece pouco claro — e ainda não há consenso — sobre os mecanismos institucionais capazes de transformar esse compromisso em estratégias efetivas de longo prazo. Entre os principais obstáculos à sua operacionalização, destaca-se a combinação entre uma cultura fiscalista e a crescente judicialização do gasto público, que frequentemente limita a capacidade de formulação de políticas mais estruturantes.

Nesse contexto, observa-se a tendência à adoção de estratégias de gestão de ativos conservadoras e fortemente dependentes de práticas e critérios do mercado financeiro, o qual, embora tecnicamente especializado na gestão de risco e retorno, opera sob horizontes temporais mais curtos e nem sempre alinhados a objetivos de desenvolvimento.

As receitas que alimentam esses fundos decorrem das transferências da União aos entes subnacionais sob a forma de royalties e participações especiais,¹² vinculadas à exploração de petróleo e gás natural. Trata-se, contudo, de fluxos altamente voláteis, condicionados a variáveis externas escapando ao controle dos gestores locais.¹³

Como não estão plenamente integrados ao arcabouço macroeconômico nacional — como no caso dos fundos soberanos de escala nacional — esses arranjos subnacionais apresentam maior flexibilidade na definição de objetivos e instrumentos. Ainda assim, sua legitimidade decorre do caráter compensatório dessas receitas, justificadas pela exploração de recursos naturais não renováveis, pelos impactos ambientais associados e pelas pressões adicionais sobre a infraestrutura e os serviços públicos nos territórios produtores.

O dilema central, portanto, não se limita à gestão financeira desses ativos, mas sim à capacidade de transformar uma renda exaurível em riqueza duradoura para as gerações futuras. Isso exige a definição de objetivos explicitamente vinculados à origem desses recursos, a construção de políticas de investimento coerentes com essa finalidade e o estabelecimento de arranjos robustos de governança e transparência.

Dada sua natureza intertemporal, esses fundos colocam no centro da agenda o desafio de promover uma transição de uma riqueza baseada em recursos naturais finitos para uma base produtiva mais diversificada e sustentável. Tal orientação pode contribuir para ampliar sua legitimidade política e institucional, ao deslocar o foco de respostas de curto prazo e da lógica dos ciclos eleitorais para uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo.

Persistem, contudo, importantes restrições institucionais: a ausência de um marco legal específico, a baixa convergência conceitual entre os atores envolvidos, a escassez de experiências nacionais consolidadas, a limitação de quadros técnicos especializados em gestão de fundos públicos de longo prazo e a incerteza quanto à trajetória futura das receitas de royalties. Em síntese, trata-se de um campo ainda em construção, marcado por restrições relevantes, mas também por oportunidades significativas de inovação institucional orientada ao desenvolvimento.

12 <https://www.gov.br/anp/pt-br/assuntos/royalties-e-outras-participacoes>

13 Inclui-se aí a produtividade da extração dos poços geradores de recursos para cada ente federativo, por exemplo.

Do ponto de vista econômico-financeiro, deve-se considerar a fase de capitalização e maturação dos fundos como fonte de finance capaz de viabilizar e catalisar investimentos produtivos privados em projetos estruturantes. Algumas condições institucionais ampliam esse potencial. De um lado, o horizonte temporal das receitas é relativamente limitado, em razão do caráter exaurível das reservas e da transição energética em curso. De outro, trata-se de fundos que não estão sujeitos a passivos atuariais rígidos, como no caso dos fundos de pensão, o que lhes confere maior flexibilidade na gestão dos recursos. Em termos keynesianos, essa combinação abre espaço para uma articulação mais clara entre finance e funding, conforme visto na seção 1, permitindo que a liquidez inicial seja direcionada para a viabilização de investimentos com efeitos de longo prazo.

Nessa perspectiva analítica observa-se uma falha na operacionalização da noção de gestão intertemporal associada à ideia de “poupar para as gerações futuras”, à medida que parte desses recursos pode ser orientada não apenas à acumulação financeira, mas à transformação estrutural da economia local, por meio de investimentos capazes de elevar a produtividade e diversificar a base produtiva. Ou seja, a poupança intertemporal se constrói menos como mera preservação de ativos financeiros e mais como a construção de capacidades produtivas permanentes, permitindo que receitas exauríveis sejam gradualmente substituídas por fontes sustentáveis de geração de renda e de fortalecimento fiscal nos entes subnacionais.

4 FINANCIAMENTO A INFRAESTRUTURA REGIONAL: EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E UMA PROPOSTA PARA A GESTÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA SUBNACIONAIS

À luz das discussões das seções anteriores — relativas, de um lado, às características necessárias do sistema financeiro para o financiamento de projetos de infraestrutura e, de outro, aos possíveis objetivos dos fundos soberanos de riqueza — esta seção assume um caráter propositivo. Parte-se da premissa de que a promoção do desenvolvimento exige uma distinção analítica e operacional entre, por um lado, o atendimento de demandas sociais imediatas e, por outro, a alocação de recursos voltada à geração de capacidade produtiva e à ampliação da riqueza no longo prazo. Nesse sentido, trata-se de identificar e estruturar mecanismos capazes de induzir dinâmicas de emprego e renda mais qualificadas no âmbito local, articuladas a processos de transformação estrutural. Portanto, considera-se plausível a proposição de uma inovação institucional por meio da qual fundos soberanos subnacionais brasileiros possam ser articulados em um arranjo cooperativo, permitindo sua atuação conjunta como parte de um sistema mais amplo de financiamento de infraestrutura. Tal coordenação poderia ampliar a escala dos investimentos, diversificar riscos e fortalecer sua capacidade de indução de desenvolvimento regional.

Adicionalmente, observa-se que investimentos em infraestrutura têm atraído crescente atenção dos fundos soberanos de riqueza em escala internacional, em razão de suas características intrínsecas: fluxos de caixa mais previsíveis, potencial proteção contra inflação e menor volatilidade relativa em comparação a outras classes de ativos. Esses atributos tornam tais investimentos particularmente relevantes em um contexto de elevada incerteza econômica global, ao mesmo tempo em que reforçam

sua compatibilidade com estratégias de investimento de longo prazo orientadas ao desenvolvimento.

Cabe mencionar que, de acordo com o The Center for the Governance of Change (2024), os fundos soberanos atualmente controlam cerca de 12% dos investimentos globais em infraestrutura. Conforme apontado por Dixon *et al.* (2022), boa parte dos fundos soberanos atualmente possuem mandatos explícitos para investimentos em infraestrutura, enquanto fundos mais antigos vêm incorporando gradualmente esse tema em suas estratégias de investimento.

Um exemplo é o Government Pension Fund (GPF) da Noruega, que recentemente recebeu autorização para desenvolver uma estratégia focada em infraestrutura de energia renovável. A partir dessa mudança, o fundo passou a investir em projetos privados em parceria com operadores e investidores globais. Além de atender aos padrões internacionais de Environmental, Social, and Governance (ESG), esses investimentos demonstram um expressivo potencial de crescimento a longo prazo, especialmente em meio ao aumento dos esforços globais para o cumprimento de metas climáticas (The Center for the Governance of Change, 2024).

Na Nigéria, o Nigeria Infrastructure Fund (NIF), um dos três fundos geridos pela Nigeria Sovereign Investment Authority (NSIA), tem como objetivo investir em projetos de infraestrutura doméstica que contribuam para o desenvolvimento de estruturas essenciais. A proposta é estimular o crescimento econômico, diversificar a economia nacional, atrair investimentos estrangeiros e gerar empregos para a população local. Entre as áreas potenciais para investimento estão saúde, transporte, energia, recursos hídricos, agricultura, além de projetos de infraestrutura social.

Já o fundo soberano da Índia, o National Investment and Infrastructure Fund (NIIF), foi criado com o intuito de promover e atrair investimentos em infraestrutura. Os principais focos de investimento incluem energia e clima, fazendo do país um dos principais destinos internacionais de recursos de investidores institucionais em 2023. Além disso, diversos FSRs, especialmente os localizados no Oriente Médio, têm reconhecido os desafios climáticos relacionados à escassez de água e alimentos, redirecionando parte de seus portfólios para projetos voltados à gestão sustentável de recursos naturais, tanto em nível doméstico quanto internacional (Center for the Governance of Change, 2024).

No atual contexto de mudanças climáticas, esse interesse tende a aumentar diante das transições digital e verde, tornando as infraestruturas sustentáveis e resilientes ainda mais atraentes para investidores institucionais. Não por acaso, tal estratégia, mais associada ao objetivo “desenvolvimento”, não excluiria ações relacionadas a outros possíveis objetivos declarados. Em verdade, a depender do investimento realizado, tenderia a reforçar as capacidades de poupança intergeracional, estabilização, equalização de receitas, dentre outros. Direcionar investimentos para setores de infraestrutura seria, assim, uma contribuição efetiva para organizar/articular uma agenda de desenvolvimento regional. Nos últimos anos, aliás, diversos fundos soberanos ao redor do mundo têm atuado nessa direção, especialmente quando associados aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) (Sharma, 2017:2).

Sendo assim, os fundos soberanos brasileiros subnacionais poderiam alocar uma parte de sua carteira como para financiamentos a projetos em âmbito regional ou

sub-regional. Ao ultrapassar os limites geográficos dos entes mais beneficiados, haveria ganho econômico de escala para os investidores diretos, além de ganho político para estados e municípios. No segundo caso, basta atentarmos para o caráter redistributivo e as externalidades positivas de projetos intermunicipais para municípios vizinhos que, por uma questão latitudinal e longitudinal, não acessam tantos recursos de compensação.

Esta estratégia apresentaria benefícios de médio e longo prazo para as populações locais, pelas melhorias em termos na infraestrutura local. Em termos de retorno econômico-financeiro a construção e manutenção de novos ativos poderiam, por exemplo, atrair empresas importantes para as regiões. No curto prazo, o investimento de parte dos recursos do FSR para compor o finance – remunerado abaixo da taxa de retorno quando comparado a algum outro investimento financeiro –, poderia transparecer uma má alocação em termos de custo de oportunidade. Ao longo do tempo, entretanto, emergiriam os benefícios dessa escolha em termos de melhoria de vida da população, aumento da produtividade e da arrecadação.

4.1 Porque o sistema financeiro privado não atende ao desenvolvimento local

O Brasil conta com uma institucionalidade financeira bastante sofisticada. No âmbito público, além de cinco bancos públicos federais, há outros cinco bancos comerciais estaduais, três bancos de desenvolvimento controlados por estados e outras 16 agências de fomento (instituições financeiras não bancárias que atuam de forma similar a bancos de desenvolvimento). Os bancos privados, por outro lado, desenvolveram uma gestão microeconômica bastante eficiente em termos de lucratividade e rentabilidade, mas deixam a desejar em termos de oferta de crédito, sua distribuição no território nacional e os custos desse serviço.

Essas características do sistema financeiro privado nacional geram lacunas ao financiamento de determinados segmentos, especialmente aqueles que demandam crédito de longo prazo, e criam impedimentos à redução de desigualdades regionais e sub-regionais. A concentração do sistema financeiro nas regiões mais desenvolvidas, canaliza os recursos para essas regiões. Mesmo que o retorno social do financiamento ao setor produtivo tenha impacto apreciável, este pode não ocorrer se não for justificado pelo retorno privado que as instituições financeiras tendem naturalmente a priorizar (Stiglitz, 1993).

Considerando o desenvolvimento econômico como um processo de causação circular cumulativa, o sistema financeiro não apenas acompanha, mas também condiciona a dinâmica de transformação produtiva no território. Nesse contexto, instituições financeiras tendem a se beneficiar de economias de escala dinâmicas associadas a processos de crescimento concentrado, ao mesmo tempo em que podem reforçar desigualdades regionais ao direcionar fluxos de recursos das regiões menos desenvolvidas para aquelas mais dinâmicas (Armstrong; Taylor, 2000).

Esse mecanismo é amplamente descrito na literatura como “vazamento de depósitos”, isto é, a tendência de que poupanças geradas em regiões menos desenvolvidas sejam canalizadas para centros econômicos mais avançados. Esse fenômeno decorre, em grande medida, do fato de que tais regiões periféricas são importadoras líquidas

de bens e serviços produzidos nos polos mais dinâmicos, o que reforça a centralização dos fluxos financeiros.

Como consequência, instituições financeiras privadas tendem a concentrar a oferta de crédito em regiões mais desenvolvidas, caracterizadas por menor incerteza, maior densidade informacional e melhores condições de avaliação de risco. Esse padrão reforça assimetrias regionais e produz um efeito concentrador na alocação de crédito, tanto entre regiões quanto no interior das próprias unidades federativas (Horn; Feil, 2019).

Nesse cenário, ainda que fundos soberanos possam estar institucionalmente concentrados em regiões mais dinâmicas do Sudeste, são frequentemente as regiões menos desenvolvidas que enfrentam maiores restrições de acesso a serviços financeiros, os quais são fundamentais para a provisão de liquidez e para a viabilização do circuito finance–funding do investimento produtivo.

A implementação de políticas de desenvolvimento regional depende, portanto, da existência e coordenação de um conjunto diversificado de instrumentos institucionais, incluindo fundos públicos, bancos de desenvolvimento, agências de fomento, universidades e incubadoras, entre outros mecanismos de coordenação e indução do investimento. Nesse arranjo, os fundos soberanos podem desempenhar papel complementar relevante, ao fornecer recursos de longo prazo com diferentes maturidades, especialmente quando articulados a uma estratégia integrada em nível regional e nacional.

Diante disso, coloca-se a seguinte questão: de que forma os fundos soberanos brasileiros podem ser articulados com as demais institucionalidades financeiras municipais, estaduais e federais, de modo a fortalecer as capacidades necessárias a um processo de desenvolvimento regional?

Antes de avançar nessa direção, é importante destacar que uma articulação institucional dessa natureza — envolvendo a mobilização direta de recursos para-fiscais — pode assumir a forma de um consórcio financeiro, o que tende a enfrentar obstáculos legais, políticos e institucionais relevantes para sua consolidação (Ismael, 2005; Dieguez, 2011). Nesse sentido, a literatura sobre o Estado desenvolvimentista em nível subnacional oferece elementos analíticos importantes para orientar essa reflexão.

4.2 O Estado de Desenvolvimento Local¹⁴

A discussão sobre o papel do Estado em diferentes estratégias de desenvolvimento, geralmente, parte de processos desenhados de cima para baixo, ou seja, a partir do Estado Nacional. Novas perspectivas, entretanto, têm surgido, como é o caso do Estado de Desenvolvimento Local (EDL). Por esse prisma, regiões, estados e municípios se tornam atores centrais, tendo em vista a proximidade com as demandas locais, podendo dar contribuição mais certa ao processo (Bateman, 2017).

Ademais, por estarem associados ao aspecto democrático e responsivo da localidade, frente ao distanciamento existente por parte do aparato federal, isso pode significar em maior legitimidade e aumento das capacidades de empreender políticas aderentes às necessidades de desenvolvimento de cada região (Teixeira *et al.*, 2021).

¹⁴ Esta seção está baseada em Teixeira *et al.* (2022).

A importância dos EDL se manifesta também pelo fato de entes subnacionais deterem maior flexibilidade do que governos centrais para realizarem mudanças de mercado e desenvolverem tecnologias e inovações capazes de dar resposta a economias de escala com baixos níveis de produção (garantindo maior qualidade e especificação).

Essa mudança de paradigma, se apresenta em consonância com outras transformações políticas ao longo das últimas décadas. Em muitos países, os entes subnacionais se tornaram mais empoderados para ofertarem estruturas de suporte institucional, programas de sustentação a empresas, além de conectar economias coletivas de escala e escopo em clusters, redes e cadeias subcontratadas. O principal benefício de um modelo desse tipo reside em sua capacidade de construir vantagens comparativas inteiramente novas em nível local, além de explorar aquelas já existentes (Bateman, 2017)¹⁵.

Segundo essa perspectiva, o EDL seria mais apto a promover tipos “corretos” de empreendimentos, intimamente associados à transformação estrutural, à diversificação e ao crescimento sustentado. Existiriam ainda duas formas básicas de se construir EDL, em cooperação com o Estado, sendo este um “modelo híbrido” (bottom-up – top-down), e uma forma menos trivial, mas ainda assim possível, os chamados “modelos puros” ou apenas bottom up.

Nesse sentido, mecanismos de geração de renda e gestão de poupanças podem viabilizar processos de desenvolvimento autônomos de acordo com as demandas locais e demarcar limites e possibilidades dos processos de desenvolvimento. Diante disso, pode-se intuir que as localidades que subitamente se deparam com receitas extraordinárias de recursos naturais estão em plenas condições de criar um EDL bem-sucedido e que este, se bem desenhado, pode gerar previsibilidade para investidores privados e assim viabilizar infraestruturas coordenadas, com múltiplas funções econômicas e sociais.

4.3 Os fundos subnacionais brasileiros em uma agenda de financiamento a infraestrutura

Estados e municípios que optaram por criar FSR percebem que existe uma janela de oportunidade limitada, pois os recursos são finitos. Se a oportunidade não for bem aproveitada os resultados a longo prazo serão economicamente e socialmente adversos. Há o risco de FSR se tornarem alvo de captura política ou financeira e se transformarem em instrumentos financeiros passivos, destinados à suavização de receitas fiscais ao longo do tempo. Sem desmerecer o papel relevante de contrabalançar flutuações acentuadas na arrecadação fiscal, deve-se considerar o caráter finito das receitas que alimentam esses fundos e, portanto, a necessidade de construir novas fontes de riqueza por meio da transformação produtiva no território. Em outros casos, os recursos podem ser direcionados predominantemente para políticas de caráter assistencial, importantes do ponto de vista social, mas insuficientes para promover mudanças duradouras na estrutura produtiva. Em ambos os casos, reduz-se a capacidade desses instrumentos de contribuir para um processo sustentado de desenvolvimento.

¹⁵ Tais características permitem que o principal fator de desenvolvimento ocorra por interconexões verticais e horizontais (Bateman, 2017, p. 9).

Por outro lado, quando os fundos são concebidos como instrumentos de desenvolvimento, torna-se necessário a construção de arranjos institucionais capazes de orientar estrategicamente a alocação dos recursos. Parte-se do reconhecimento de que nenhum fundo, isoladamente, possui escala, capacidades técnicas ou instrumentos suficientes para induzir transformações estruturais relevantes. Isso requer a realização de diagnósticos sobre as potencialidades e gargalos de infraestrutura dos territórios, bem como o conhecimento das fontes de financiamento disponíveis e do funcionamento do sistema financeiro em escala regional. A transformação de recursos financeiros em investimento produtivo demanda a existência de instituições públicas capazes de estruturar, coordenar e viabilizar grandes projetos de desenvolvimento. Nesse contexto, a compatibilidade entre o perfil intertemporal dos fundos soberanos subnacionais e os longos períodos de maturação típicos dos projetos de infraestrutura cria condições favoráveis para a alocação de parte dos recursos em investimentos estruturantes.

Projetos dessa natureza, entretanto, frequentemente enfrentam dificuldades para atrair financiamento privado em seus estágios iniciais, seja em razão das incertezas envolvidas, seja pelos retornos mais dilatados no tempo. Por isso, a presença de uma institucionalidade capaz de coordenar expectativas e reduzir riscos torna-se fundamental. É nesse sentido que a construção de um Estado de Desenvolvimento Local pode fornecer as bases necessárias para a mobilização de recursos e o financiamento do investimento. À medida que os investimentos geram encadeamentos produtivos, ampliam a renda e fortalecem a atividade econômica regional, tende-se a formar um círculo virtuoso capaz de reduzir os vazamentos financeiros e estimular a expansão da oferta local de crédito. Nesse ambiente, investidores privados passam a encontrar melhores condições para atuar, aportando recursos complementares e ampliando a capacidade de financiamento dos projetos. Assim, os fundos soberanos deixam de ser meros instrumentos de preservação patrimonial para se tornarem catalisadores de processos de transformação estrutural, gerando renda e riqueza futura na forma de desenvolvimento territorial e elevação do padrão de vida das populações locais.

4.4 Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura no contexto de EDL

À luz da discussão desenvolvida até aqui, e considerando tanto a curta trajetória institucional quanto a diversidade de objetivos atualmente atribuídos aos fundos soberanos subnacionais brasileiros (ver quadro Anexo), uma alternativa promissora para a utilização de parte de seus recursos seria a criação de uma Agência Regional de Financiamento à Infraestrutura (ARFI).

A proposta apresentada nas próximas seções não corresponde, estritamente, à constituição de um consórcio entre os fundos, embora possa representar um passo nessa direção. A ARFI seria concebida como parte de uma institucionalidade mais ampla, ancorada na ideia de Estado de Desenvolvimento Local, voltada à coordenação de estratégias de transformação produtiva e desenvolvimento territorial.

Nesse arranjo, os fundos soberanos forneceriam os recursos iniciais necessários à constituição da agência e ao financiamento de suas atividades. A ARFI, por sua vez, atuaria de forma articulada com instrumentos e instituições já existentes, reunindo capacidades financeiras, técnicas e de planejamento para a realização de diagnósticos

territoriais, a identificação de gargalos e potencialidades regionais, a definição de prioridades de investimento e a estruturação de projetos de infraestrutura.

Dessa forma, a agência funcionaria como um elo entre a disponibilidade de recursos de longo prazo proporcionada pelos fundos e as necessidades concretas de desenvolvimento dos territórios, desempenhando um papel de coordenação, planejamento e execução em apoio aos entes subnacionais. Mais do que um mecanismo de gestão financeira, a ARFI atuaria como uma instituição de funding do desenvolvimento regional, convertendo a liquidez originada das rendas petrolíferas em investimentos capazes de ampliar a produtividade, diversificar a estrutura produtiva e sustentar novas fontes de riqueza após o esgotamento dos recursos naturais.

4.5 Proposta de uma Agência Regional de Financiamento à Infraestrutura (ARFI)

Uma ARFI deveria operar em conjunto com bancos de desenvolvimento regionais e agências de fomento estaduais. Previamente, podemos identificar Agência Estadual de Fomento do Rio de Janeiro (AgeRio), a Agência de Fomento do Estado de São Paulo (Desenvolve SP) e o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes). Além de sua experiência na promoção de investimentos, essas instituições poderiam disponibilizar instrumentos financeiros com prazos, custos e condições compatíveis com a formação de cadeias produtivas associadas aos setores de infraestrutura priorizados.¹⁶

A participação dessas instituições, por meio da disponibilização de recursos complementares de funding, juntamente com o apoio de bancos de desenvolvimento, ampliaria a capacidade de financiamento dos projetos, contribuiria para a diluição de riscos e reduziria a vulnerabilidade da estratégia a eventuais capturas políticas ou financeiras associadas a interesses de curto prazo. Mais do que uma simples coordenação de recursos, tal arranjo representaria a materialização de uma institucionalidade alinhada ao modelo híbrido de Estado de Desenvolvimento Local discutido na seção 3.2.

Nesse contexto, a ARFI funcionaria como uma instância de coordenação capaz de conectar recursos financeiros de longo prazo, conhecimento técnico e capacidades de planejamento. Sua atuação permitiria transformar a riqueza proveniente dos royalties em investimentos estruturantes, articulando os fundos soberanos subnacionais com o sistema público de financiamento e com outros agentes estatais relevantes para o desenvolvimento regional.

O Quadro 1 sintetiza essa proposta institucional, ilustrando a articulação entre os fundos soberanos subnacionais, as instituições públicas de financiamento e os órgãos responsáveis pelo planejamento e pela execução de políticas de desenvolvimento. O objetivo é combinar recursos financeiros, expertise técnica e capacidade de coordenação para viabilizar investimentos em infraestrutura capazes de promover a transformação produtiva e o desenvolvimento local.

16 Essa estratégia, de mais longo prazo, contrastaria com a estratégia prevalecentes nos últimos anos de utilizar tais instrumentos para fomentar majoritariamente programas de microcrédito - ao invés de negócios com maior potencial de promover a mudança estrutural -, ficando refém de agendas políticas de curto prazo.

Quadro 1 – Esboço da conformação da Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura

Agência Regional de Financiamento à Infraestrutura	
Recursos Financeiros (Funding)	Capacidades Técnicas (Expertise)
Fundos Soberanos Subnacionais (principal)	
Agências de Fomento	Agências de Fomento
Bancos de Desenvolvimento	Bancos de Desenvolvimento
Outros	Universidades
	Outros

Fonte: elaboração dos autores.

Adicionalmente, ao mobilizar as capacidades técnicas e financeiras já existentes no território, a ARFI poderia atuar na elaboração de carteiras de investimento alinhadas aos planos diretores municipais e às estratégias de desenvolvimento regional. Poderia, ainda, contribuir para a estruturação de projetos, o desenho de mecanismos de direcionamento de crédito, a concessão de garantias e a coordenação de diferentes fontes de financiamento, ampliando a viabilidade econômica de investimentos em infraestrutura.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo discutiu como receitas extraordinárias provenientes da exploração de recursos naturais finitos podem ser mobilizadas para a construção de uma institucionalidade voltada ao desenvolvimento local e regional. A partir da abordagem finance–funding, argumentou-se que o financiamento de investimentos de longo prazo requer fontes estáveis de recursos, condição que pode ser atendida pelos fundos soberanos subnacionais quando articulados a outras instituições de desenvolvimento.

Com base nesse diagnóstico, propôs-se a criação de uma Agência Regional de Financiamento à Infraestrutura (ARFI), integrada por recursos dos fundos soberanos subnacionais brasileiros e pelas capacidades técnicas de agências de fomento, bancos de desenvolvimento e demais instituições públicas. Inserida em um modelo híbrido de Estado de Desenvolvimento Local, a ARFI teria como função identificar prioridades, estruturar projetos e coordenar investimentos capazes de ampliar a produtividade, diversificar a base econômica e fortalecer a arrecadação futura dos territórios beneficiados.

A análise dos fundos atualmente existentes mostrou que, embora todos expressem compromisso com o desenvolvimento de longo prazo, a gestão de seus ativos tem sido predominantemente orientada por critérios convencionais de risco e retorno. Tal abordagem tende a negligenciar os efeitos de encadeamento, as externalidades positivas e os impactos territoriais associados aos processos de desenvolvimento, limitando a capacidade desses instrumentos de transformar riqueza exaurível em capacidades produtivas duradouras.

Defende-se, portanto, que a preservação patrimonial dos fundos deve ser combinada com uma estratégia de alocação voltada à promoção de investimentos estruturantes, especialmente em infraestrutura. Dessa forma, parte da riqueza gerada pela exploração de recursos naturais poderia ser convertida em ativos capazes de sustentar o desenvolvimento econômico e social após o esgotamento dessas receitas. Mais do que

assegurar a transferência de recursos financeiros entre gerações, trata-se de construir as bases produtivas e institucionais que permitam transformar uma renda temporária em prosperidade duradoura para os territórios afetados pela atividade extrativa.

REFERÊNCIAS

AL-KHARUSI, Q. et al. Getting closer to the action: why pension and sovereign funds are expanding geographically. **SSRN Electronic Journal**, 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2380277>.

ALVES JR, A. et al. Sistema de Garantias Públicas para o investimento em infraestrutura na Europa e no Brasil: panaceia em tempos de austeridade? **Revista Tempo do Mundo**, v. 4, n. 1, 2018.

ARAUJO, B. O papel da infraestrutura em modelos de crescimento macroeconômicos: avaliação de impacto a partir de metarregressão. **Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior**, n. 69, abr. 2022. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2737.pdf.

ARMSTRONG, H.; TAYLOR, J. **Regional economics and policy**. 3. ed. London: Blackwell Publishing, 2000.

BATEMAN, M. Bringing the local state back into development: the local developmental state and the promotion of sustainable economic development and growth from the bottom-up. **SSRN Electronic Journal**, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3057226>.

CALDERÓN, C.; SERVÉN, L. **The effects of infrastructure development on growth and income distribution**. Washington, DC: World Bank, 2004. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14136>.

CARVALHO, F. J. C. de. On the nature and role of financial systems in Keynes's entrepreneurial economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 3, p. 287-307, 2016. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/48540709>.

CASTRO, L. B. **Regulação financeira: teoria, acordos de Basileia e experiência recente do BNDES. 2009**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

CHANG, H. J. **Institutional change and economic development**. Tokyo: United Nations University Press, 2007.

DIEGUEZ, R. C. Consórcios Intermunicipais em foco: debate conceitual e construção de quadro metodológico para análise política e institucional. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 6, n. 9, p. 291-319, 2011.

DIXON, A.; MONK, A. **The design and governance of sovereign wealth funds: principles and practices for resource revenue management**. 2011. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1951573>.

DIXON, A. et al. **Sovereign wealth funds: between the state and markets**. Newcastle upon Tyne: Agenda Publishing, 2022. Disponível em: https://www.agendapub.com/resources/pdfs/OpenAccess/SWFs_DixonSchenaCapape_OAedition_ePdf.pdf.

ESTACHE, A.; FAY, M. Current debates on infrastructure policy. **Policy Research Working Paper**, n. 4410. Washington, DC: World Bank, 2007. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7651>.

FFSB - FÓRUM DE FUNDOS SOBERANOS BRASILEIROS. **Princípios brasileiros**. 2022. Disponível em: <https://fundos-soberanos.org.br/principios-brasileiros/>.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. Sovereign wealth funds: a developing country perspective. **Revue d'Économie Financière**, English ed., v. 9, n. 1, 2009.

HAMMER, C. et al. **Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices**. Washington, DC: International Monetary Fund, Nov. 2008. (IMF Working Paper, WP/08/254). DOI: <https://doi.org/10.5089/9781451871128.001>.

ISMAEL, R. **Nordeste: a força da diferença: os impasses e desafios na cooperação regional**. Recife: Fundação Joaquim Nabuco, 2005.

HORN, C. H.; FEIL, F. Instituições financeiras de desenvolvimento regional e os desafios do Sistema Nacional de Fomento. **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 1, p. 227-254, 2019.

KERN, S. Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses. **Revue d'Economie Financière**, v. 9, n. 1, p. 255-269, 2009. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2009.5512>.

KEYNES, J. M. **The ex-ante theory of the rate of interest and money**. In: MOGGRIDGE, D. E. (org.). The collected writings of John Maynard Keynes. London: Royal Economic Society, 1971.

KIRSHNER, J. Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark. **Geopolitics**, v. 14, n. 2, p. 305-316, 2009.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. The financial instability hypothesis. **Working Paper**, n. 74, 1992. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>.

REIS, C. et al. Public Investment Boosted Private Investment in Brazil between 1982 and 2013. **Journal of Economics**, v. 53, p. 813-840, 2019.

SHARMA, R. **Sovereign wealth funds investment in sustainable development sectors**. Stanford: Stanford University, Global Projects Center, 2017. Disponível em: https://www.un.org/esa/ffd/high-level-conference-on-ffd-and-2030-agenda/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/Background-Paper_Sovereign-Wealth-Funds.pdf.

STIGLITZ, J. The Role of the State in Financial Markets. In: THE WORLD BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS. Washington. **Proceedings...**, Washington, DC: World Bank, 1993.

STUDART, R.; ALVES JR., A. Eficiência e Funcionalidade do Setor Financeiro no Desenvolvimento. *In*: FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. (Orgs.). **Macroeconomia moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

STRAUB, S. Infrastructure and growth in developing countries: recent advances and research challenges. **Policy Research Working Paper**, n. 4460. Washington, DC: World Bank, 2008. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6458>.

TEIXEIRA, F. A. **Fundos soberanos de riqueza: capacidades estatais para lidar com o mercado financeiro globalizado**. 2017. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

TEIXEIRA, F. A.; SILVA, G. T. F. State-owned Enterprises and Foreign Infrastructure Investment in Brazil After the 2008 International Financial Crisis. **Desenvolvimento em Debate**, v. 7, n. 2, p.113-125, 2019.

TEIXEIRA, F. et al. **Como construir um arcabouço institucional eficiente para a gestão de recursos finitos**. *In*: ESTUDOS MARICAENSES: O MUNICÍPIO DE MARICÁ EM DEBATE. 1. ed. Maricá: Instituto Municipal de Informação e Pesquisa Darcy Ribeiro, 2021.

TEIXEIRA, F. A.; FEIJÓ, C.; FEIL, F. Fundos soberanos subnacionais e financiamento à infraestrutura. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 17, n. 33, p. 11-34, 2022.

THE CENTER FOR THE GOVERNANCE OF CHANGE. **Sovereign Wealth Funds 2024: Resilience and Growth in a New Global Landscape**. IE University, November 2024. Disponível em: https://static.ie.edu/CGC/SovereignWealthFunds_2024report_IECGC.pdf.

TRAMANSOLI, I.; SIQUEIRA, H. A Economia dos Royalties do Petróleo e os Fundos Soberanos Subnacionais de Riqueza: os casos dos municípios de Maricá e Niterói no Estado do Rio de Janeiro. **Espaço e Economia**, v. 13, n. 27, p. 1-23, 2024. DOI: <https://doi.org/10.4000/12gdv.26205>.

WHALEN, C. Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky’s Theory of Capitalist Development. **Journal of Economic Issues**, v. 35, n. 4, p. 805-823, 2001.

ANEXO – RESUMO DOS OBJETIVOS E TOTAL DE ATIVOS ADMINISTRADOS PELOS QUATRO FUNDOS SUBNACIONAIS EM OPERAÇÃO NO BRASIL, JUNHO DE 2022¹⁷

Fundo	Valor administrado em junho de 2022
O Fundo Soberano do Município de Ilhabela (FSMI): Criado em 2018, foi pensado para ser uma poupança pública com vistas a mitigar os efeitos dos ciclos econômicos sob a arrecadação do município e fomentar projetos de interesse estratégico para Ilhabela. Seu grande desafio declarado é manter a rentabilidade dos recursos.	R\$ 400 milhões
O Fundo Soberano de Maricá (FSM): Criado em 2017, tem como objetivo viabilizar investimentos para garantir o andamento das políticas públicas sociais e das políticas estruturantes da economia do município. Dentre as regras de utilização dos recursos está designado que 30% será utilizado como fundo garantidor a execução de projetos e atividades que estimulem o desenvolvimento local. A gestão de portfólio foi terceirizada a dois agentes externos, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil.	R\$ 1 bilhão
O Fundo de Equalização da Receita de Niterói (FER): Criado em 2019 com o intuito de poupar 10% dos recursos provenientes de participação especial. Voltado primordialmente a estabilização fiscal, o fundo se inclina a ser instrumento de manutenção dos serviços públicos essenciais, políticas sociais e investimentos, além de equalizar receitas e poupar recursos para gerações futuras.	R\$ 560 milhões
O Fundo Soberano do Estado do Espírito Santo (FUNSES): Criado em 2019, tem como objetivo ser um mecanismo de poupança intergeracional e de promoção do desenvolvimento econômico sustentável do estado do Espírito Santo. Para o primeiro objetivo, o agente operador da carteira é o Banco do Estado do Espírito Santo S.A (BANESTES) e para o segundo o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S/A (BANDES).	R\$ 940 milhões

Elaboração dos autores.

¹⁷ As informações foram extraídas do Seminário híbrido organizado pelo Fórum dos Fundos Soberanos Brasileiros, realizado em Niterói em junho de 2022. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=sXq9Kv3M7V8>.