

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMERCIO ALVARES PENTEADO –

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL DE ADMINISTRAÇÃO

SAULO ANJOS RIOS

**FUNDOS SOBERANOS: FORÇA CRESCENTE NO
MERCADO DE CAPITAIS**

São Paulo

2019

SAULO ANJOS RIOS

**FUNDOS SOBERANOS: FORÇA CRESCENTE NO MERCADO DE
CAPITAIS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado – FECAP, como
requisito para a obtenção do título de Mestre em
Administração

**Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira
Sampaio**

São Paulo

2019

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

R586f	Rios, Saulo Anjos Fundos soberanos: Força crescente no mercado de capitais / Saulo Anjos Rios. - - São Paulo, 2019. 30 f. Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio. Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças. 1. Fundos soberanos2. Investimentos. 3. Mercado de capitais. CDD 332.6
-------	--

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

SAULO ANJOS RIOS

FUNDOS SOBERANOS: FORÇA CRESCENTE NO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
Universidade Federal de São Paulo - UNIFESP

Prof. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 07 de agosto de 2019.

Fundos soberanos: Força crescente no mercado de capitais

Saulo Anjos Rios

Mestre em Administração

e-mail: saulo@engebrascompressores.com.br

Resumo

O objetivo deste estudo é verificar a presença de aumento de valor em empresas brasileiras investidas por fundos soberanos de riqueza (Sovereign Wealth Funds). Inicialmente, exploramos a origem, fundamentos e utilidades dos fundos soberanos de riqueza para seus governos e sociedades e apresentamos de forma cronológica o desenvolvimento e mudanças na indústria de fundos soberanos no período da base de dados: 2000 e 2016. Os dados consistem em 98.010 investimentos em 374 empresas no período de 2000 a 2016. Após a identificação de empresas investidas por fundos soberanos, a amostra foi reduzida para 45 investimentos em 42 empresas de 16 setores da economia. A presença de fundos soberanos no Brasil é frequente durante todo o período de pesquisa. Os fundos soberanos com investimentos identificados no período são do Kuwait, Qatar, Noruega, China, Singapura Canadá e Emirados Árabes. A maioria das operações de investimentos foram realizadas pelos fundos de Singapura, seguido pela Noruega, este último o maior fundo soberano do mundo. Através de estatística descritiva e modelos econométricos verificamos a existência de aumento de valor e desempenho operacional superior em empresas na presença de investimentos de fundos soberanos. A partir do Q de Tobin e Market-to-Book, constatamos valores superiores em 12% e 13% respectivamente.

Palavras-chave: Fundos soberanos. Investimentos. Transparência e valor da firma.

Abstract

The objective of this study is to verify the presence of increase in Brazilian companies' values invested by Sovereign Wealth Funds. Initially, we explored the origins, fundamentals and utility of sovereign wealth funds in their governments and societies, and presented chronologically the development and changes in the SWF industry in the period of the database: 2000 and 2016. The data consist of 98,010 investments in 374 companies from 2000 to 2016 period. After identifying companies invested by SWF, the sample was reduced to 45 investments in 42 companies from 16 sectors of the economy. The presence of sovereign wealth funds in Brazil is frequent in the all researched period. The sovereign wealth funds regarding the identified investments in the period are from Kuwait, Qatar, Norway, China, Singapore Canada and the United Arab Emirates. Most of the investment operations were conducted by the Singapore funds, followed by Norway (the world's largest sovereign fund). Under descriptive statistics and econometric models, we verified the existence of increased value and superior operating performance in companies with the presence of SWF investments. In the Tobin Q and Market-to-Book, we found higher company values reaching 12% and 13% respectively.

Key words: Sovereign Wealth Funds. Investments, Transparency, Firm value.

1 Introdução

Os fundos soberanos são veículos de investimentos criados e de propriedade de um governo e são gerenciados independentemente de outras instituições financeiras e políticas estatais de seu país, não têm obrigações de pensão atuais explícitas predominantes, investem em conjunto diversificado de classes de ativos financeiros em busca de rentabilidade e possuem uma proporção significativa de seus investimentos em outros países, (Pellizzola, 2016).

Nos últimos anos, os fundos soberanos ocuparam a atenção da imprensa internacional especializada em finanças e economia, motivada por preocupações relativas ao grande volume de ativos sob gestão, rápido crescimento e falta de transparência (Truman, 2007). A preocupação central é o impacto que os fundos soberanos poderiam causar nos países investidos. Por outro lado, a falta de confiança nos mercados financeiros após a crise de 2008 afastou os investidores e outras fontes de financiamento das empresas. A necessidade de capital tornou-se urgente, pois os balanços das empresas estavam sob pressão cada vez maior. Esse cenário foi uma contribuição para a atuação dos fundos soberanos como provedores de capital para as empresas. De acordo com o Instituto dos Fundos Soberanos (SWFI), os ativos sob gestão da indústria ultrapassaram US\$ 8 trilhões em 2019, um número que em termos comparativos é maior que as indústrias de hedge funds e private equity combinadas. Contudo, a academia tem mostrado pouco interesse pelo tema, tendo em vista o baixo número de pesquisas sobre essa classe de investidores. A heterogeneidade é um atributo relevante deste tipo de veículo de investimento. Os fundos soberanos diferem entre si tanto pela estrutura legal, quanto pela forma como são administrados. No entanto, a maioria dos fundos soberanos apresentam pelo menos um dos seguintes objetivos: (1) poupança de longo prazo, (2) estabilização fiscal e (3) desenvolvimento econômico. (<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>, recuperado em 30 de março, 2019).

1 Alguns países ricos em commodities escolheram investir parte da geração de riqueza com objetivo de cobrir despesas futuras. Além do fato de as reservas de recursos como petróleo, gás e metais preciosos serem finitas, existe o risco de se tornarem ativos perdidos, pois a evolução da regulação e o surgimento de energia verde poderá tornar a extração antieconômica. Porém, através de seus fundos soberanos, os governos podem converter sua riqueza em ativos financeiros que funcionarão como reservas

para as futuras gerações. Através de investimentos no exterior, os fundos soberanos evitam o efeito “doença holandesa” (Sachs & Warner, 2001), em que o aumento nas exportações de commodities leva a um aumento extremo da entrada de divisas e conseqüentemente a pressão inflacionária e redução da competitividade de outros setores da economia. O Kuwait Investment Authority (KIA), fundo soberano mais antigo do mundo, é um exemplo que se aplica a esse contexto.

- 2 Os fundos soberanos podem agir como instrumentos de estabilização fiscal, ajudando a mitigação do fenômeno da maldição dos recursos, que ocorre em parte devido à volatilidade das commodities: quando os preços estão altos, os governos aumentam os gastos e quando os preços estão baixos, os governos adotam postura mais austera e esse ciclo pode ser suavizado através do uso de recursos do fundo soberano. Ainda com objetivo estabilizador, os fundos soberanos podem ser utilizados como instrumentos no auxílio da estabilidade do valor da moeda do país durante choques macroeconômicos e por esse motivo, podem deter uma proporção de seus investimentos em ativos líquidos, que permitam rápida conversão em caixa.
- 3 Os fundos soberanos do Sudeste Asiático Temasek Holdings de Cingapura e Khazanah National Berhad da Malásia são exemplos de fundos soberanos utilizados por seus governos no fomento de setores estratégicos e crescimento da economia local, através da aquisição de participação em empresas, sem abrir mão de retornos financeiros.

A função dos fundos soberanos tem importância sob ao menos duas perspectivas: macroeconômica e estabilidade financeira global (Ngoc, 2015). Durante a crise financeira internacional, que gerou forte escassez de crédito, os fundos soberanos também foram importantes provedores de liquidez para as empresas. E pesquisas acadêmicas encontraram resultados positivos no valor de empresas após serem investidas por fundos soberanos (Chhaochharia & Laeven, 2008; Dewenter, Han, & Malatesta, 2009; Fotak, Bortolotti, & Megginson, 2008; Kotter & Lel, 2011). Porém, existe uma persistente preocupação de alguns economistas em relação aos investimentos de fundos soberanos. Pois, além dos aspectos políticos aqui citados, temos a perspectiva da teoria de agência, pela qual grandes investidores podem forçar empresas investidas a agirem de acordo com seus próprios interesses, e contra os interesses de outros investidores, empregados ou administradores, (Jensen & Meckling, 1976). Essa possibilidade de uso político dos fundos soberanos, que de alguma forma pode comprometer a manutenção ou aumento de

valor das empresas, abre espaço para o objetivo do presente estudo, que é verificar se investimentos de fundos soberanos resultam no aumento do valor das empresas no Brasil. O presente estudo contribui com descobertas relativas a governança corporativa à medida que esclarece se a presença de fundos soberanos prejudica ou contribui com o interesse de outros acionistas. O uso da econometria como método de investigação em relação ao impacto dos fundos soberanos no valor das empresas é o primeiro no Brasil e por esse motivo, todos os artigos de referência são de autores de outros países.

O estudo está estruturado em cinco sessões, o que inclui a introdução. A segunda sessão revisa a literatura sobre o assunto e descreve a evolução heterogênea classe de investidores institucionais, a terceira sessão aborda os investimentos de fundos soberanos no Brasil, a quarta sessão apresenta a metodologia, a quinta sessão apresenta a análise de resultados que se divide em análise descritiva e econométrica e a última sessão apresenta as conclusões bem como sugestões para futuras pesquisas.

2 Revisão da Literatura

Os fundos soberanos são definidos como fundos de investimento de propriedade de seus respectivos países e criados com objetivos macroeconômicos, fiscais e de poupança. O gerenciamento da carteira de ativos tem como objetivo a rentabilidade e os investimentos estão concentrados em outros países. A origem de recursos dos fundos soberanos divide-se entre excedentes do balanço de pagamentos, receitas de privatizações, superávits fiscais e receita de exportações de commodities (International Forum of Sovereign Wealth Funds [IFSFW], <https://www.ifswf.org/>, recuperado em 30 de março, 2019). Os fundos soberanos foram importantes na formação de poupança intergeracional, na participação da estabilização fiscal e econômica de seus próprios mercados e também de mercados internacionais durante a crise de 2008 (Ngoc, 2015). Além do impacto na economia internacional, desempenham um importante nas empresas investidas como provedores de capital, tanto pelo volume total de ativos sob gestão, quanto pela inclinação a posicionarem-se como investidores institucionais de longo prazo.

Os fundos soberanos existem desde 1953. A primeira notícia relevante sobre um fundo soberano foi veiculada em 1988, quando o Kuwait Investment Office, o braço da Kuwait Investment Authority (KIA) com sede em Londres, adquiriu mais de 20% do recém privatizado British Petroleum e em seguida foi obrigado a reduzir a participação em 50% devido a pressões do governo do Reino Unido (Barbary & Bortolotti, 1988).

Após esse ocorrido, o assunto se tornou relevante para imprensa internacional especializada em economia e negócios somente nos últimos anos (Summers, 2007). Na academia, o interesse aconteceu no mesmo período, mas de forma menos intensa (Jen, 2007; Truman, 2007). O interesse, tanto da imprensa internacional quanto da academia estava fundamentada nas preocupações políticas, pois os volumes investidos por governos estrangeiros poderiam ser uma forma de impor objetivos políticos e não comerciais às empresas investidas, ou uma forma de defender interesses estratégicos (dos países proprietários dos fundos soberanos) que colocassem em risco a segurança nacional (dos países investidos). Essas preocupações não foram fundamentadas em evidências, em grande parte porque a maioria dos fundos soberanos preferiu manter um perfil discreto. Conseqüentemente, mantiveram-se como um dos fenômenos mais controversos e mal compreendidos da história financeira recente (Bortolotti & Massi, 2017). Os fundos soberanos apresentaram alto grau de desenvolvimento e profissionalização nas últimas décadas, tanto em termos de tamanho, quanto modelo de negócio, resiliência a condições adversas e maturidade, e essa evolução pode ser melhor compreendida se abordada conforme os períodos a seguir (Bortolotti & Massi, 2017):

Tabela 1

Evolução dos Fundos Soberanos

<i>Evolução dos Fundos Soberanos</i>	
2000 – 2007	Acumulação de Riquezas
2008 – 2009	Crise econômica global e oportunidades
2010 – 2013	Novo Normal
2014 – 2016	Profissionalização e investimentos em inovação

O Período 2000-2007 foi caracterizado pela acumulação de riquezas que impulsionaram os fundos soberanos e por desequilíbrios macroeconômicos persistentes. De acordo com o Fundo Monetário Internacional, durante este período um total de US\$ 3,5 trilhões de reservas foram acumulados pelos países exportadores, com um aumento médio de 12% em 1990 para 40% do PIB em 2007. Os países exportadores criaram seus fundos soberanos com objetivo de diversificação, redução de pressões monetárias e inflacionárias e em busca de gerar melhores retornos. O investimento global dos fundos soberanos cresceu de US\$ 2 bilhões em 2000 para US\$ 78 bilhões em 2007, um crescimento médio anual de 70%. O volume médio dos investimentos cresceu de US\$ 89 milhões para cerca de US\$ 790 milhões no mesmo período (Bortolotti & Massi, 2017). Cerca de 85% dos investimentos eram concentrados em ativos em outros países, distribuídos em serviços financeiros e imóveis, o que demonstrou falhas tanto de estratégias de investimento quanto de gerenciamento de risco. Os fundos soberanos,

principalmente do Oriente Médio, investiram de forma concentrada em imóveis comerciais, incentivados pela crença de que o setor imobiliário seria um investimento seguro com um perfil de valorização constante do capital. Consequentemente, atingiram exposição excessiva ao risco; que poderia ter sido mitigada não fosse o baixo nível de experiência das equipes.

No período 2008-2009 os governos intervieram para evitar o colapso do mercado: Os EUA injetaram US\$ 700 bilhões no Troubled Asset Relief Program (TARP) para evitar a quebra de empresas, seguido pelo Reino Unido e outros países europeus. Entre o final de 2007 e 2009, os fundos soberanos investiram US\$ 124 bilhões em bancos ocidentais, dentre eles: (i) ADIA, GIC de Cingapura e KIA investiram US\$ 17,3 bilhões no Citigroup; (ii) Qatar Investment Authority e Temasek investiram US\$ 10,2 bilhões no Barclays; (iii) Temasek, KIA e Korea Investment Corporation investiram US\$ 12,4 bilhões no Merrill Lynch; (iv) China Investment Corporation (CIC) investiu US\$ 6,8 bilhões no Morgan Stanley e (v) GIC de Cingapura investiu US\$ 10,3 bilhões no UBS. Embora com histórico de concentração de investimentos em ativos no exterior, os fundos soberanos também apoiaram a economia local com investimentos direcionados no aumento e reestruturação de alguns setores.

Entre 2010-2013, os governos esperavam por uma rápida recuperação econômica e isso não se confirmou. As principais economias do mundo iniciaram um período chamado de “novo normal”, caracterizado por baixas taxas de juros, produtividade estagnada, crescimento lento, desalavancagem do setor privado e menor patamar histórico de prêmio de risco. A desaceleração da demanda da China e Índia, associada a revolução do xisto nos EUA, provocaram a queda de preços das commodities. E consequentemente, as duas principais fontes de crescimento dos fundos soberanos - exportações e altos preços - perderam força, o que alterou a dinâmica de acumulação de riqueza. Em busca de maiores rendimentos, a maioria dos fundos soberanos alterou seu portfólio, aumentando sua alocação em ativos mais arriscados. Reduziram significativamente sua exposição a títulos de renda fixa e aumentaram a alocação em carteira de ações e outras classes de ativos como imóveis, infraestrutura e serviços públicos. Os fundos soberanos perceberam a mudança estrutural nos fundamentos da economia e a oportunidade de auferir melhores prêmios em investimentos de longo prazo.

No início do período 2014-2016, devido à queda de preço de petróleo, os países produtores tornaram-se deficitários. A maioria dos países do Golfo Pérsico adotou

políticas fiscais contracionistas e medidas de austeridade. Os países utilizaram recursos dos fundos soberanos como forma de estabilização e as reservas internacionais declinaram. Os fundos soberanos foram afetados, porém não gravemente e os ativos sob gestão retomaram o crescimento, porém num ritmo mais lento em comparação aos períodos anteriores. Os fundos soberanos dos países com economia dependentes de recursos naturais adotaram uma estratégia de diversificação de ativos; e após décadas de atividades de investimentos, assumiram mais claramente a posição de investidores de longo prazo, inclusive em empresas não listadas em bolsa e empresas em estágio inicial. Nesse período, os investimentos em empresas do setor tecnologia de capital fechado representaram 13,3% do valor total e atingiram US\$ 19,8 Bilhões em valores absolutos. Dentre os diversos negócios, foram realizados os seguintes investimentos: GIC e Carlyle Group investiram em conjunto US\$ 8 Bilhões na Veritas Technologies e o Saudi PIF investiu US\$ 3,5bilhões no UBER. As mudanças do período vão além do aumento de investimentos e aconteceram também em termos de estratégia. Os fundos soberanos realizaram co-investimentos com fundos de private equity ao invés de investirem somente através desses fundos. Os fundos soberanos mais ativos abriram escritórios e contrataram equipes experientes, como forma de cortar taxas de administração e manter proximidade com as empresas investidas. Como consequência dessas mudanças, em 2016 o modelo de co-investimento representou quase 50% dos investimentos da indústria de fundos soberanos. As operações de co-investimento e investimentos diretos, demonstram o desenvolvimento profissional e ganho de experiência na análise de ativos e elaboração de acordos sem a necessidade de intermediação de outros veículos de investimentos.

O volume total de ativos sob gestão na indústria de fundos soberanos em carteira dos fundos soberanos continua crescendo e atingiu US\$ 7,45 Bilhões em março de 2018, (Prequin, 2018). Novos fundos soberanos são criados com frequência. A tabela 2 e figura 1 demonstram o histórico de fundação de novos fundos soberanos. A partir do ano 2000, a criação de novos cresceu 20 vezes se comparado com o período anterior (1854-1999). Em valores nominais, os ativos sob gestão cresceram quase 1000%, de US\$ 698 Bilhões em 2000 para US\$ 7,3 Trilhões em 2016 (Figura 1).

Tabela 2
Ano de Fundação de Fundos Soberanos

<i>Período</i>	<i>Quantidade</i>
1854 - 1999	29
2000 - 2007	31
2008 - 2009	6
2010 - 2013	18
2014 - 2016	8
Total	92

Nota. Fonte: Adaptado de “IE Sovereign Wealth Labs- Sovereign Wealth Funds – 2017 Annual Report”, de The Fletcher School, 2017, recuperado de <https://sites.tufts.edu/sovereignet/ie-swfs-2017-annual-report/>

Estudos acadêmicos anteriores indicam o efeito de grandes acionistas sobre o valor da empresa. Os grandes acionistas têm incentivos para monitorar as atividades das empresas e podem solucionar aos menos parcialmente problemas de free-rider, (Grossman & Hart, 1980; Shleifer & Vishny, 1986). É possível que fundos soberanos, na condição de grandes acionistas, possuam interesses não financeiros e conflitantes com outros stakeholders, e isso implicaria num conflito de interesses e custo de agência, em que a consequência é a redução do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976). O efeito positivo do anúncio de investimentos de fundos soberanos em empresas também foi reportado por Chhaochharia e Laeven (2008). Porém, o estudo analisou investimentos em empresas em dificuldades financeiras, em que o aumento de preços das ações ocorre no curto prazo, mas sem sustentação no longo prazo.

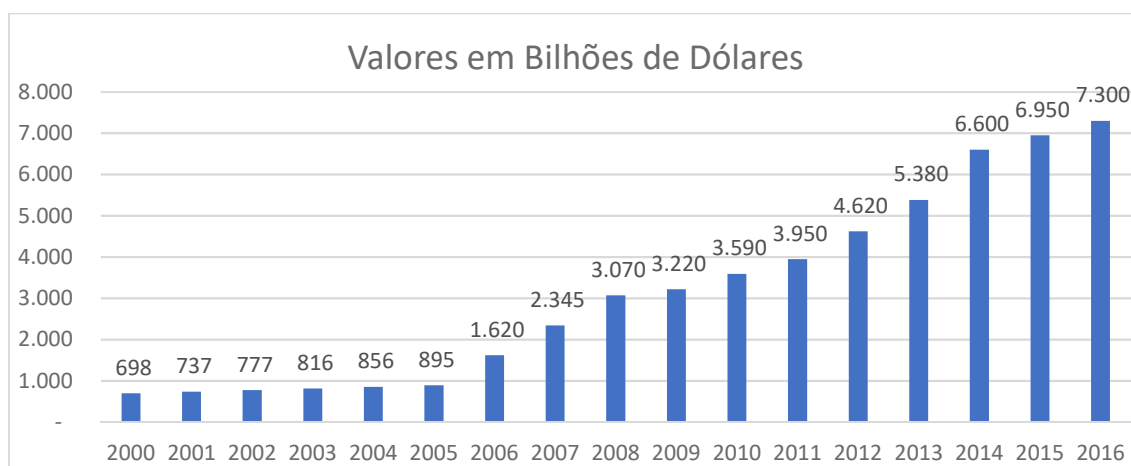


Figura 1. Evolução do Volume de Ativos sob Gestão entre 2000 e 2016.

A pesquisa de Fotak et al. (2008) sobre os investimentos de fundos soberanos identificou que as empresas investidas apresentam retornos anormais quando os investimentos são anunciados. Porém, ocorre deterioração de performance no longo prazo, mais especificamente dois anos seguintes ao investimento inicial. A conclusão é de que fundos soberanos provocam um impacto negativo na lucratividade da empresa,

talvez pela imposição de custos adicionais de agência, (Jensen & Meckling, 1976). Embora não seja possível excluir a possibilidade de benefícios relacionados ao monitoramento, o efeito líquido é negativo e aponta para o fato de que quaisquer benefícios que possam estar associados a um monitoramento adicional são neutralizados por um efeito negativo mais forte devido a imposição de custos de agência. Kotter e Lel (2008) examinaram 163 anúncios de investimentos de fundos soberanos e constataram um retorno positivo médio ajustado ao risco de 2,1% para as empresas alvo durante dois dias em torno dos anúncios de aquisição. Os fundos soberanos que apresentam maiores níveis de transparência geram resultados mais positivos no CAR, o que sugere que o mercado precifica o nível de transparência dos fundos soberanos. Não encontraram alterações significativas em termos de lucratividade, crescimento e governança das empresas alvo em relação a uma amostra de controle. Apesar da preocupação em relação a possível utilização de empresas investidas para atingir interesses político-estratégicos nacionais dos países proprietários de fundos soberanos, alguns observadores argumentam que, apesar de pertencerem aos referidos países, tais veículos se comportam como investidores institucionais, como a Berkshire Hathaway, em que o objetivo é maximizar o lucro. A falta de transparência intensifica e aprofunda essas preocupações e desencadeia debates sobre a viabilidade de regulamentação de investimentos transnacionais.

Outros estudos obtiveram diferentes resultados. Através de uma base de 8.000 empresas investidas por fundos soberanos em 58 países no período entre 2002 e 2007, um destes estudos concluiu que a controvérsia é mais política do que financeira porque a propriedade de fundos soberanos é tipicamente avaliada positivamente pelo mercado (Fernandes, 2009). As empresas investidas por fundos soberanos apresentam tanto prêmios superiores (entre 15% e 20%), bem como melhorias no desempenho operacional e isso sugere que esse tipo de investidor institucional não persegue agendas políticas prejudiciais, mas de fato contribuem para a criação de valor para os acionistas no longo prazo. As características dos países não são mais importantes que as características das empresas para fins de decisão de investimentos dos fundos soberanos, que preferem empresas de grande porte, lucrativas e com maior cobertura de analistas. O estudo de (Sojli & Tham, 2010) encontrou resultados na mesma direção de Fernandes (2009). Os mercados sinalizam positivamente em relação aos investimentos dos fundos soberanos e no longo prazo as empresas apresentam melhoria no Q de Tobin, o que indica criação de valor. Ngoc (2015) analisou o impacto de curto prazo dos investimentos de fundos

soberanos no valor das empresas nas quais investem através da metodologia de estudo de eventos. Foram estudados 61 investimentos realizados por 11 fundos soberanos diversos países (China, Cingapura, Emirados Árabes Unidos, Rússia, França e outros) durante o período de 2003 a 2014. Os resultados encontraram retornos anormais na presença de anúncios de investimentos de fundos soberanos. Quando os fundos soberanos foram separados em grupos por nível de transparência, foi possível constatar claramente que melhores resultados estão associados a maiores níveis de transparência. Em linha com os trabalhos de Fernandes (2009) e Ngoc (2015), o objetivo do presente trabalho é verificar a existência de aumento de valor em empresas brasileiras investidas por fundos soberanos.

3 Fundos Soberanos no Brasil

Os dados constantes no anexo I consideram a totalidade dos ativos sob gestão da indústria de fundos soberanos. Porém, nossa análise é restrita aos investimentos em empresas públicas no Brasil em fundos soberanos possuem propriedade igual ou superior a 0,5%, pois somente a partir desse percentual existe a obrigatoriedade de reporte de informações. A tabela 3 apresenta os 20 maiores fundos soberanos do mundo em operação até o final de período de 2016.

Tabela 3

20 Maiores Fundos Soberanos em Operação no Mundo

Sovereign Wealth Fund	Ativos Totais sob Gestão Bilhões de US\$	Participação	País	Fundação
Government Pension Fund Global	1028,49	13,43%	Norway	1990
China Investment Corporation	813,51	10,62%	China	2007
Abu Dhabi Investment Authority	792,00	10,34%	UAE	1976
Kuwait Investment Authority	515,00	6,72%	Kuwait	1953
Hong Kong Monetary Authority	499,72	6,52%	Hong Kong-China	1993
SAMA - Foreign Holdings	493,11	6,44%	Saudi Arabia	1952
State Administration of Foreign GIC	474,00	6,19%	China	1997
National Social Security Fund	350,00	4,57%	Singapore	1981
Qatar Investment Authority	317,85	4,15%	China	2000
Public Investment Fund	300,00	3,92%	Qatar	2005
Public Investment Fund	230,00	3,00%	Saudi Arabia	1971
Public Investment Fund	214,20	2,80%	UAE	2006
Temasek Holdings	204,00	2,66%	Singapore	1974
Mubadala Investment Company	126,70	1,65%	UAE	2002
Korea Investment Corporation	110,80	1,45%	South Korea	2005
Abu Dhabi Investment Council	110,00	1,44%	UAE	1999
Future Fund	103,90	1,36%	Australia	2004
National Development Fund	70,00	0,91%	Iran	2011
Samruk-Kazyna ^	69,26	0,90%	Kazakhstan	2008
Libyan Investment Authority	67,00	0,87%	Libya	2006

Os fundos soberanos mais ativos no Brasil são de Singapura e Noruega, que apresentaram respectivamente 20 e 11 investimentos no país. Os setores preferidos são de energia, construção, imóveis e shopping center.

Tabela 7

Fundos mais ativos e Setores preferidos

Investimento por Setor	País							Frequência de Investimentos por Setor
	Cingapura	Noruega	Emirados Árabes	Canadá	Qatar	China	Kwuit	
Alimentação	2			1				3
Assistência Médica	1	1						2
Automotivo		2						2
Construção	3	1		1				5
Educação	3							3
Energia	1	1			1	3		6
Farmacêutico	1		1					2
Imóveis	3		2					5
Indústria Química							1	1
Logística		2	1					3
Seguros	1							1
Serviços		1						1
Shopping Center	2	1		2				5
Tecnologia da Informação	2	1						3
Telefonia		1						1
Varejo	1				1			2
Total de Investimentos por fundo no período	20	11	4	4	2	3	1	

Cabe ressaltar que os fundos soberanos investem em diversas classes de ativos além de ações. Isso inclui títulos públicos, debentures, imóveis e private equity. Tais operações não estão analisadas no presente estudo. Porém consideramos relevante o reporte de alguns exemplos de forma sucinta:

2010 - BTH Pactual: Os fundos soberanos GIC (Cingapura), China Investment Corporation (China) e Abu Dhabi Investment Council (Emirados Árabes) adquiriram 18.65% do banco de investimentos por US\$ 600 Milhões;

2012 - Grupo EBX de Eike Batista: O Mubadala Development (Emirados Árabes) investiu US\$ 2 Bilhões no Grupo EBX, controlado pelo empresário Eike Batista. Entre 2015 e 2016, na tentativa de reverter os recursos investidos, o mesmo fundo soberano absorveu a propriedade dos seguintes ativos: 100% do Hotel Glória (RJ), 100% do Grupo IMX (setor de eventos esportivos), 10,5% da empresa IMX, 48% do Porto do Sudeste, 11,47% da OSX Brasil, 10,44% da Prumo Logística e 100% das cotas da EBX no Leblon Executive Tower;

2013 - AEGEA: O GIC de Singapura injetou US\$ 135 milhões na empresa, que possui capital fechado e atua no setor de saneamento básico;

2014 - Burger King: O Temasek (Cingapura) adquiriu 20,5% da controladora do Burger King no Brasil por US\$ 100 milhões;

As empresas analisadas no presente estudo constam de forma consolidada na tabela 8 e de forma mais detalhada na tabela 9. No período de análise, trinta e sete empresas foram investidas, das quais cinco foram investidas por dois fundos e trinta e duas empresas investidas por um único fundo, conforme tabela 5. O número de empresas investidas apresenta aumento de 3 para 20 empresas entre 2000 e 2016. A participação dos fundos soberanos não segue um padrão e fica difícil utilizar a participação média como referência. A participação máxima encontrada foi de 19,8% entre 2000 e 2012, com aumento para 27,6% entre 2013 e 2014 e 67,8% entre 2015 e 2016.

Tabela 8
Número de Empresas investidas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Empresas Investidas	3	3	3	4	5	6	6	7	7	10	10	20	11	13	16	20	20
Participação Mínima	5,5	5,5	5,5	5,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2
Participação Máxima	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	27,6	26,9	67,8	67,8
Participação Média	10,5	10,5	10,5	9,6	7,8	8,1	7,4	6,6	7,2	5,7	5,7	4,8	4,5	6,6	7,9	11,3	11,8

Tabela 9

Relação de Empresas listadas investidas por Fundos Soberanos: 2000 - 2016

Empresa	País	Setor
Abril Educa	Singapura	Educação
AES Elpa ON	China	Energia
AES Tiete PN	China	Energia
Aliansce	Canadá	Shopping Center
Aliansce	Singapura	Shopping Center
BR Brokers	Singapura	Construção
BR Insurance ON	Singapura	Seguros
BR Malls Par	Canadá	Shopping Center
BR Pharma	Emirados Arabes	Farmacêutico
BR Pharma	Singapura	Farmacêutico
BR Properties	Emirados Arabes	Imóveis
BR Properties	Singapura	Imóveis
BRF Foods	Singapura	Alimentos
Contax	Noruega	Serviços
Direcional	Singapura	Construção
Dufry Ag	Qatar	Varejo
Dufry Ag	Singapura	Varejo
Elektro PN	Qatar	Energia
Eletronbras	Singapura	Energia
Eletropaulo PN	China	Energia
Energias BR ON	Noruega	Energia
Helbor	Noruega	Construção
Iguatemi	Singapura	Shopping Center
Imc Holdings ON	Canadá	Alimentos
Ioehp-Maxion	Noruega	Automotivo
Kroton	Singapura	Educação
LF Tel	Noruega	Tecnologia da Informação
Linx	Singapura	Tecnologia da Informação
LLX Log	Noruega	Logística
Marcopolo	Noruega	Automotivo
Millennium - Cristal Pigmentos	Kuwait	Indústria Química
Minerva	Singapura	Alimentos
Odontoprev	Noruega	Assistência Médica
Oi	Noruega	Telefonia
Prumo EIKE BATISTA	Emirados Arabes	Logística
Prumo EIKE BATISTA	Noruega	Logística
Qualicorp	Singapura	Assistência Médica
Rossi Resid	Singapura	Construção
Sierrabrasil	Noruega	Shopping Center
Somos Educa	Singapura	Educação
Valid	Singapura	Tecnologia da Informação
Viver	Canadá	Construção

4 Dados e Metodologia

Utilizamos dados de empresas brasileiras de capital aberto do período entre 2000 e 2016. O período de escolha é idêntico ao período abordado por (Bortolotti & Massi, 2017). Identificamos quais empresas foram investidas por fundos soberanos nesse intervalo temporal. Os dados sobre investimentos foram coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários. Os dados de mercado e contábeis foram coletados no software Economatica.

Foram removidas empresas sem valor de mercado, com valor do ativo negativo e sem receita. Totalizando 374 empresas na amostra, onde 42 empresas foram investidas por fundos soberanos em pelo menos um ano.

Para testar o impacto dos fundos soberanos no valor da empresa, nós realizamos uma regressão com dados em painel desbalanceados com efeito fixo de empresa conforme equação 1.

$$\mathbf{Valor}_{i,t} = \omega SWF_{i,t} + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$$\mathbf{Valor}_{i,t} = Q \text{ de Tobin}_{i,t} \text{ e } \frac{\text{Market}_{i,t}}{\text{Book}_{i,t}} \quad (2)$$

$SWF_{i,t}$ é uma variável dummy que assume 1 se a empresa i é investida por fundo Soberano no ano t ; e

$X_{i,t}$ é a matriz de variáveis de controle (ativo total, alavancagem, lucro líquido/ativo, crescimento das vendas, ativo imobilizado/ativo total, EBIT/ativo, Novo mercado – nível 2, ADR e dummy de ano); e ω e β' são os parâmetros a serem estimados.

Todas as regressões possuem efeito fixo de firma e os erros-padrão são robustos a heteroscedasticidade.

Utilizamos medidas utilizadas para construção das variáveis são semelhantes ao trabalho de Fernandes (2009), que utilizou medidas de tamanho, desempenho e governança corporativa como Ln de Ativo Total, Lucro Líquido/Ativo Total, Imobilizado/Ativo Total, Alavancagem, EBIT/Ativo Total, NM-N2 e ADR. Fernandes (2009) utilizou variáveis de nível país e criou um Q de Tobin global, pois sua base de dados envolvia em torno de 8.000 empresas de 58 países. O presente trabalho não utilizou

todas estas variáveis, pois o objetivo de pesquisa é restrito a empresas brasileiras investidas por fundos soberanos. A Tabela 10 descreve todas as variáveis. A estratégia utilizada para verificação de aumento de valor é a mesma utilizada no trabalho de (Sampaio, Gallucci, & Silva, 2017).

Tabela 10

Variáveis do Modelo

Q de Tobin:	$(\text{valor contábil da dívida} + \text{valor de mercado das ações ordinárias}) / \text{valor contábil dos ativos}$
SWF:	variável binária em que utilizaremos 0 para empresas não investidas por SWF e 1 para empresas investidas por SWF.
Market-to-book:	$(\text{valor de mercado do patrimônio}) / \text{valor contábil dos ativos}$
ln (Ativo Total):	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos
Alavancagem:	$\text{Dívida total} / \text{valor contábil total dos ativos}$
Lucro líquido / Ativo:	$(\text{Lucro líquido}) / \text{valor contábil total dos ativos}$
Cresc. das vendas:	Variação das vendas do ano atual relativo ao ano anterior
Ativo Imob. / Ativo:	$(\text{Relação de imobilizado e equipamento}) / \text{Total das vendas}$
EBIT / Ativo:	$(\text{Lucro antes de juros e impostos}) / \text{valor contábil total dos ativos}$
NM-N2:	variável binária em que utilizaremos 0 para empresas no Nível 1 de Governança Corporativa ou tradicional e 1 para empresas no Novo Mercado ou Nível 2.
ADR:	variável binária em que utilizaremos 0 para empresas que não possuem ADR e 1 para empresas que possuem ADR.

Através da tabela 10 podemos constatar que não temos problemas de multicolinearidade, pois as correlações são baixas. A única exceção é a correlação de 0,71 entre as variáveis (Lucro Líquido/Ativo Total) e Alavancagem, explicada pelo fato de que ambas possuem Ativo Total como denominador.

A Tabela 11 apresenta as estatísticas descritivas. As variáveis Q de Tobin e Market-to-Book (proxies para *Valor*) apresentam forte discrepância, com variação entre 0,20 e 4,98 e entre 0,14 e 4,93 respectivamente. O desvio padrão de 0,70 e 0,71 estão próximos das médias de 1,00 e 0,74. Estas informações demonstram alta discrepância e volatilidade das variáveis.

Tabela 11
Matriz de correlações

	Alavanc	Ativo Imob. / Ativo	Cresc. das vendas	Lucro líq./ Ativo	EBIT/ Ativo	ln(Ativo Total)	Novo Mercado – Nível 2
Ativo Imobilizado / Ativo	0,07 (0,00)						
Crescimento das vendas	-0,01 (0,67)	-0,01 (0,49)					
Lucro líquido/ Ativo Total	0,71 (0,00)	-0,02 (0,35)	-0,01 (0,80)				
EBIT/ Ativo Total	0,00 (0,87)	-0,05 (0,01)	-0,01 (0,78)	0,28 (0,00)			
ln(Ativo Total)	-0,04 (0,04)	0,30 (0,00)	0,04 (0,04)	-0,10 (0,00)	-0,08 (0,00)		
Novo Mercado – Nível 2	0,00 (0,80)	-0,08 (0,00)	0,12 (0,00)	-0,02 (0,34)	-0,04 (0,02)	0,18 (0,00)	
ADR	0,01 (0,59)	0,07 (0,00)	0,08 (0,00)	-0,02 (0,29)	-0,03 (0,15)	0,32 (0,00)	0,33 (0,00)

Tabela 12
Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Q de Tobin	1,00	0,82	0,70	0,20	4,98	2489
Market to book	0,74	0,55	0,71	0,14	4,93	2489
SWF	0,03	0,00	0,17	0,00	1,00	2489
Alavancagem	0,26	0,26	0,17	0,00	1,47	2489
Ativo Imobilizado / Ativo Total	0,57	0,59	0,21	0,02	1,00	2489
Crescimento das vendas	1,23	0,62	5,19	-7,92	195,70	2489
Lucro líquido/ Ativo Total	0,07	0,05	0,10	0,00	2,22	2489
EBIT/ Ativo Total	0,11	0,09	0,11	-0,14	2,21	2489
ln(Ativo Total)	14,55	14,58	1,76	9,66	20,44	2489
Novo Mercado – Nível 2	0,29	0,00	0,46	0,00	1,00	2489
ADR	0,19	0,00	0,39	0,00	1,00	2489
Número de empresas	374	374	374	374	374	374

Quando controlamos por fundos soberanos (SWF) temos tanto média quanto desvio padrão mais modestos, com menor volatilidade, o que sugere que empresas investidas por fundos soberanos são menos arriscadas. As demais variáveis de controle apresentam intervalos e desvio padrão consideráveis, o que sugere a existência de alto nível de heterogeneidade da amostra.

5 Resultados

Inicialmente, apresentamos uma visão sobre a origem e utilidades fundamentais dos fundos soberanos para governos e sociedades, que são respectivamente criadores e proprietários desses veículos de investimento. Em seguida, exploramos sua evolução e dinâmica entre os anos 2.000 e 2.016, período da base de dados. O objetivo deste estudo é a identificação de evidências sobre o impacto dos fundos soberanos no valor das empresas investidas. A fim de quantificar os efeitos, coletamos dados sobre investimentos de capital dos fundos soberanos em empresas brasileiras listadas e apresentamos informações baseadas em estatística descritiva. Através de modelos econométricos verificaremos a existência de aumento de valor das companhias com base no Q de Tobin. A Tabela 13 apresenta as regressões. As regressões 2 e 4 apresentam o erro-padrão com cluster por setor NAICS, enquanto as regressões 1 e 3 possuem o erro padrão robusto pelo método de White, 1980. O uso de classificação setorial, ou cluster por setor foi utilizado com objetivo de verificar se a heterogeneidade do grupo afetaria a robustez dos resultados. Além disso, utilizamos o método White (1980) e obtivemos resultados semelhantes.

Em geral, um fundo soberano investe em empresa com valor entre 12% e 13% maiores, ou seja, o investimento tem um impacto positivo nestas empresas.

Constatamos resultados semelhantes aos encontrados por Fernandes (2009). As duas primeiras regressões apresentam resultado dos Q de Tobin, em que a presença de fundos soberanos impacta positivamente o valor das empresas em 13%, com significância de 5%. As semelhanças também são encontradas na análise de duas variáveis relacionadas ao desempenho operacional. A variável (Ativo Imobilizado/Ativo Total) possui coeficiente de -0,46 com significância estatística de 5%. A relação negativa e significativa sugere que empresas investidas por fundos soberanos são mais eficientes na utilização de seus ativos. E a variável (EBIT/Ativo Total) possui coeficiente de 1,34 com significância de 1%. A relação positiva e significativa sugere que o investimento de fundos soberanos impacta positivamente a lucratividade operacional frente ao ativo total das companhias investidas. A análise destas variáveis confirma o impacto positivo em empresas investidas por fundos soberanos.

Tabela 13
Regressões

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Q de Tobin	Q de Tobin	Market to book	Market to book
SWF	0.13** (0.06)	0.13** (0.05)	0.12** (0.06)	0.12** (0.06)
Alavancagem	0.05 (0.21)	0.05 (0.24)	-0.99*** (0.21)	-0.99*** (0.24)
Ativo Imobilizado / Ativo Total	-0.46** (0.22)	-0.46** (0.20)	-0.48** (0.23)	-0.48** (0.21)
Crescimento das vendas	0.01 (0.00)	0.01 (0.00)	0.01 (0.00)	0.01 (0.00)
Receita de vendas/ Ativo Total	-0.23 (0.37)	-0.23 (0.38)	-0.68 (0.59)	-0.68 (0.57)
EBIT/ Ativo Total	1.34*** (0.31)	1.34*** (0.32)	1.67*** (0.39)	1.67*** (0.39)
ln(Ativo Total)	-0.16*** (0.05)	-0.16** (0.06)	-0.16*** (0.05)	-0.16** (0.06)
Novo Mercado – Nível 2	0.04 (0.10)	0.04 (0.10)	0.05 (0.10)	0.05 (0.10)
ADR	0.05 (0.08)	0.05 (0.08)	0.05 (0.08)	0.05 (0.08)
Constante	3.00*** (0.63)	3.00*** (0.85)	2.91*** (0.64)	2.91*** (0.86)
Efeito fixo de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Cluster por setor	Não	Sim	Não	Sim
Observações	2,486	2,486	2,486	2,486
R quadrado	0.2859	0.2859	0.3374	0.3374
Número de empresas	374	374	374	374
Teste F	0.00	0.00	0.00	0.00

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Os resultados para o Market-to-Book, obtidos nas regressões 3 e 4 são semelhantes aos resultados obtidos para o Q de Tobin, tanto em termos de significância estatística, quanto em termos de sinal. A única exceção é identificada na variável de controle Alavancagem, que é estatisticamente significativa a 1% e sugere que fundos soberanos preferem empresas menos alavancadas. A variável de tamanho Log de Ativo Total apresenta coeficiente de -0,16 com significância entre 1% e 5% para todas as regressões e isso sugere que os fundos soberanos não têm preferência por empresas maiores, ao contrário dos resultados encontrado por Fernandes (2009).

Melhores resultados obtidos por fundos soberanos poderiam ter relação com suas escolhas por empresas brasileiras que adotam níveis superiores de governança corporativa. Por esse motivo incluímos as dummies Novo Mercado-Nível 2 e ADR, pois empresas que atendem tais requisitos, obrigatoriamente estão em estágio superior em termos de governança corporativa.

Os resultados obtidos foram de 0,04 e 0,05, pouco expressivos e sem significância, o que sugere que o impacto superior do investimento de fundos soberanos nas empresas não tem relação com o nível de governança das mesmas.

6 Conclusão

A indústria de fundos soberanos passou por grandes mudanças entre 2000 e 2016. Foram criados 63 novos fundos soberanos. Os ativos sob gestão cresceram quase 1000%. Os recursos foram realocados para ativos mais arriscados como mercados de ações e isso demandou um profundo processo de profissionalização das equipes e isso possibilitou a evolução de investimentos que ocorriam através de outros veículos para uma série de co-investimentos e investimentos diretos.

Ao longo do período de análise, os fundos soberanos sempre estiveram presentes no Brasil. Nesse período ocorreram 45 investimentos em 42 empresas distribuídas em 16 setores da economia. O número de fundos soberanos aumentou de 3 para 6 e o número de empresas investidas teve aumento de 3 para 20. Após a crise de 2008, ocorreu aumento mais acentuado da quantidade de investimentos, pois foi nesse período que os fundos perceberam a necessidade de migração para ativos mais arriscados. Os fundos com maior quantidade de investimentos no Brasil pertencem aos países de Cingapura seguido pela Noruega, sendo este último o maior fundo soberano do mundo. Através de modelos econométricos confirmamos a existência de aumento de valor das empresas entre 12% e 13%, que foram identificados através de melhoria do Q de Tobin e Market-to-Book respectivamente. Também encontramos melhoria do desempenho operacional com resultados estatisticamente significantes na maioria das variáveis de controle.

As pesquisas acadêmicas sobre fundos soberanos, principalmente no Brasil, são recentes e existe um vasto campo a ser explorado e isso abre oportunidades para diversas pesquisas futuras. Na condição de investidores institucionais com características de longo prazo (Fernandes, 2009), os fundos soberanos poderão apresentar maior interesse por investimentos em ativos que demandam um maior prazo de maturação, especialmente em ativos de infraestrutura? A procura por maiores retornos, especialmente após a crise de 2008, pode ter provocado uma migração de recursos para países com maior potencial de crescimento. Quais países, entre os BRICs, são preferidos pelos fundos soberanos e por quais motivos? Os Princípios de Santiago foram criados com objetivo de melhorar a transparência dessa classe de investidores institucionais. Tais princípios tem efeito regulatório? Em quais dimensões? As preocupações com o uso político dos fundos

soberanos para atingir objetivos estratégicos emergiram a partir de 2007 nos EUA e isso coincidiu com a criação do fundo soberano Chinês (CIC). Embora Fernandes (2009) tenha encontrado resultados que sugerem que os fundos soberanos não são utilizados politicamente, outros estudos acadêmicos, dentre (Ouriques, Vieira, & Arienti, 2013), encontram indícios de que a China utiliza o CIC como forma de alavancar de melhor o posicionamento da China no espaço capitalista internacional. Um recorte de todos os investimentos do fundo soberano chinês, com utilização de modelos econométricos poderão oferecer importantes descobertas no campo das finanças e economia.

Os riscos ligados a soberania nacional e a problemas de governança corporativa sempre estarão presentes, pois todos os países têm interesses em tópicos como aumento do PIB per capita, competitividade de longo prazo e desenvolvimento e tais interesses poderão estar em desarmonia com o aumento de valor das empresas. As evidências do presente trabalho sugerem que a rentabilidade do investimento é o principal direcionador das decisões de investimentos dos fundos soberanos que investiram e investem no Brasil.

Referências

- Barbary, V., & Bortolotti, B. (1988). Sovereign wealth funds and political risk: New challenges in the regulation of foreign investment. In Z. Drabek, & P. Mavroidis (Eds.), *Regulations of foreign investment : Challenges to international harmonization* (Vols. 21, World Scientific Studies in International Economics, pp. 307-339). Singapore: World Scientific Publishing. doi:<https://doi.org/10.1142/8415>
- Bortolotti, B., & Massi, M. (2017). Coming of age: The evolution of global sovereign wealth funds equity investment. In International Forum of Sovereign Wealth Funds. *Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017* (pp. 33-43). Università Bocconi. Recuperado de https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_ANNUAL_REVIEW_2018.pdf
- Chhaochharia, V., & Laeven, L. (2008). Sovereign wealth funds: Their investment strategies and performance. *CEPR Discussion Paper No. DP6959*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1308030
- Dewenter, K. L., Han, X., & Malatesta, P. H. (2009). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.
- Fernandes, N. (2009, March 1). Sovereign Wealth Funds: Investment choices and implications around the world. *European Corporate Governance Institute*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1341692>
- Fotak, V., Bortolotti, B., & Megginson, W. (2008, September 18). The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies. *working paper, University of Oklahoma*. Recuperado de

https://www.researchgate.net/publication/241758435_The_Financial_Impact_of_Sovereign_Wealth_Fund_Investments_in_Listed_Companies

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- IE Fundation (2017). *IE Sovereign Wealth Labs- Sovereign Wealth Funds – 2017 Annual Report*. Medford, MA. Recuperado de <https://docs.ie.edu/centros/SOVEREIGN-WEALTH-LAB-REPORT-2017.pdf>
- Jen, S. (December de 2007). Sovereign Wealth Funds: What they are and what's happening? *World Economics*. Recuperado de <https://www.world-economics-journal.com/Journal/Papers/Sovereign%20Wealth%20Funds.details?ID=311>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 360-381.
- Ngoc, D. B. (2015). Sovereign wealth fund investments and firm value. *International Journal of Economics and Finance*, 7(10), 100-111.
- Ouriques, H. R., Vieira, P. A., & Arienti, P. F. (2013). O fundo soberano chinês como instrumento da estratégia de desenvolvimento. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, (36), 31-62.
- Pellizzola, L. (2016). Introducing Sovereign Wealth Funds. In Bocconi, *Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund* (pp. 7-15). Milano: Università Bocconi. Recuperado de https://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf
- Sachs, J. D., & Warner, A. M. (May de 2001). Natural Resources and Economic Development, The curse of natural resources. *European Economic Review*, 45(4-6), 827-838.
- Sampaio, J. O., Gallucci, H. N., & Silva, A. B. (Março de 2017). Mandatory IFRS Adoption, Corporate Governance and Firm Value. (S. P. Fundação Gétulio Vargas, Ed.) *Working Paper Series*(442).
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2010). The Impact of Foreign Government Investments on Corporate Performance: Evidence from the U.S. *SSRN Electronic Journal*. doi:doi: 10.2139/ssrn.1540555
- Summers, L. (2007, July 29). Opinion Sovereign wealth funds.Funds that shake capitalist logic. *Financial Times*. Recuperado de <https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac>

Truman, E. M. (August de 2007). Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability. *Peterson Institute for International Economics*. Recuperado de <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/sovereign-wealth-funds-need-greater-transparency-and-accountability>

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *The Econometric Society*, 48(4), 817-838. doi:10.2307/1912934

Anexo - IE - Sovereign Wealth Lab Ranking 2017

Sovereign Wealth Fund		País	28	Fundação
1	Government Pension Fund Global	1,028.49	Norway	1990
2	China Investment Corporation	813.51	China	2007
3	Abu Dhabi Investment Authority	792.00	UAE	1976
4	Kuwait Investment Authority	515.00	Kuwait	1953
5	Hong Kong Monetary Authority	499.72	Hong Kong (China)	1993
6	SAMA - Foreign Holdings	493.11	Saudi Arabia	1952
7	State Administration of Foreign Exchange	474.00	China	1997
8	GIC	350.00	Singapore	1981
9	National Social Security Fund	317.85	China	2000
10	Qatar Investment Authority	300.00	Qatar	2005
11	Public Investment Fund	230.00	Saudi Arabia	1971
12	Investment Corporation of Dubai ^	214.20	UAE	2006
13	Temasek Holdings	204.00	Singapore	1974
14	Mubadala Investment Company	126.70	UAE	2002
15	Korea Investment Corporation	110.80	South Korea	2005
16	Abu Dhabi Investment Council	110.00	UAE	1999
17	Future Fund	103.09	Australia	2004
18	National Development Fund	70.00	Iran	2011
19	Samruk-Kazyna ^	69.26	Kazakhstan	2008
20	Libyan Investment Authority	67.00	Libya	2006
21	National Wealth Fund	66.94	Russia	2008
22	Alaska Permanent Fund	59.80	USA - Alaska	1976
23	National Oil Fund of Republic of Kazakhstan	57.01	Kazakhstan	2000
24	Silk Road Fund	40.00	China	2014
25	Turkiye Wealth Fund	40.00	Turkey	2016
26	Brunei Investment Agency	39.30	Brunei	1983
27	Texas Permanent School Fund	38.82	USA - Texas	1854
28	State Oil Fund of Azerbaijan	36.02	Azerbaijan	1999
29	Khazanah Nasional	35.10	Malaysia	1993
30	New Zealand Superannuation Fund	26.20	New Zealand	2001
31	State General Reserve Fund	25.00	Oman	1980
32	Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros ^	24.20	Mexico	2015
33	New Mexico State Investment Council	22.90	USA - New Mexico	1958
34	Alberta Heritage Savings Trust Fund	17.10	Canada	1976
35	Reserve Fund	17.05	Russia	2008
36	Timor-Leste Petroleum Fund	15.85	Timor-Leste	2005
37	Emirates Investment Authority	15.00	UAE	2007
38	Fondo de Estabilidad Económica y Social	14.54	Chile	2007
39	Dubai International Capital	13.00	UAE	2004
40	Bahrain Mumtalakat Holding Company	11.00	Bahrain	2006
41	Quebec's Generations Fund ^	10.52	Canada	2006

42	Strategic Investment Fund	10.01	Ireland	2001
43	Russian Direct Investment Fund	10.00	Russia	2011
44	China-Africa Development Fund	10.00	China	2007
45	Fondo de Reserva de Pensiones	9.80	Chile	2006
46	Fondo de Estabilización Fiscal ^	8.25	Peru	1999
47	Sanabil Investments	7.70	Saudi Arabia	2009
48	Revenue Regulation Fund ^	17.22	Algeria	2000
49	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7.06	USA - Wyoming	1974
50	Arab Petroleum Investments Corporation	6.14	Saudi Arabia	1975
51	Oman Investment Fund	6.00	Oman	2006
52	Pula Fund ^	5.63	Botswana	1994
53	Heritage and Stabilization Fund	5.61	Trinidad and Tobago	2000
54	North Dakota Legacy Fund	5.08	USA – North Dakota	2011
55	Fundo Soberano de Angola	4.99	Angola	2012
56	Gulf Investment Corporation	4.61	Kuwait	1982
57	Cdp Equity ^	4.10	Italy	2011
58	CDC International Capital	3.00	France	2014
59	Alabama Trust Fund	2.54	USA - Alabama	1985
60	Idaho Endowment Fund	1.88	USA - Idaho	1969
61	State Capital Investment Corporation	1.60	Vietnam	2006
62	Ithmar Capital ^	1.50	Morocco	2011
63	Fondo de Ahorro de Panamá	1.46	Panama	2011
64	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.40	USA - Louisiana	1986
65	RAK Investment Authority	1.20	UAE	2005
66	Nigeria Sovereign Investment Authority	1.15	Nigeria	2011
67	Western Australia Future Fund	1.11	Australia	2012
68	Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques	1.00	Gabon	1998
69	Palestine Investment Fund	0.85	Palestine	2003
70	Revenue Equalization Reserve Fund	0.85	Kiribati	1956
71	National Investment Corporation	0.79	Kazakhstan	2012
72	FONSIS	0.76	Senegal	2012
73	Future Generations Fund	0.50	Bahrain	2006
74	Fiscal Stability Fund ^	0.30	Mongolia	2011
75	Ghana Heritage Fund ^	0.27	Ghana	2011
76	Ghana Stabilization Fund ^	0.20	Ghana	2011
77	Agaciro Development Fund	0.04	Rwanda	2012
78	National Fund for Hydrocarbon Reserves ^	0.04	Mauritania	2006
79	Permanent Fund for Future Generation	0.01	São Tomé e Príncipe	2004
80	Fondo para la Estabilización Macroeconómica^	0.01	Venezuela	1998
81	West Virginia Future Fund	N/A	USA - West Virginia	2014
82	Dubai World	N/A	UAE	2006
83	Fonds de Stabilisation des Recettes Budgétaires ^	N/A	Democratic Republic of the Congo	2005
84	Mauritius Sovereign Wealth Fund	N/A	Mauritius	2010
85	Oil Revenue Stabilization Fund	N/A	South Sudan	2008
86	Fund for Future Generations ^	N/A	Equatorial Guinea	2002
87	National Investment Fund ^	N/A	Syria	2012

88	Turkmenistan Stabilization Fund ^	N/A	Turkmenistan	2008
89	Zimbabwe Sovereign Wealth Fund	N/A	Zimbabwe	2015
90	Bureau of Labor Funds	N/A	Taiwan	2014
91	Petroleum Revenue Investment Reserve	N/A	Uganda	2015
92	Papua New Guinea SWF	N/A	Papua New Guinea	2011

Source: IE - SWLab (2017) with information obtained from funds' annual reports and websites. In their absence we relied inter alia on the estimates of SovereignNet (The Fletcher