

Investimentos de risco e seguridade – relação estreita

Originalmente, os fundos de *hedge* deveriam ser uma forma de investimento muito especializada, com acesso altamente restrito aos investidores sofisticados. No entanto, nos últimos anos, houve ampliação considerável do tipo de investidor com acesso aos fundos de *hedge*. Cada vez mais, os governos investem recursos do programa de pensões nesses fundos. Desde que os fundos tornaram-se acessíveis aos cidadãos e às cidadãs comuns, faz muito sentido a intervenção pública para garantir que os investimentos sejam realizados de acordo com boas práticas e padrões; os administradores preencham os critérios de integridade e competência; e sejam implementados a transparência e os requisitos de divulgação.

Aldo Caliani *

Os fundos de *hedge* podem ser definidos como:

Fundos comuns de recursos privados que investem em instrumentos negociáveis (títulos e derivativos), podem empregar alavancagem por vários meios, inclusive pelo uso de posições a descoberto, e geralmente não são regulamentados (Cole; Feldberg; Lynch, 2007, p. 8).

Esses fundos são especializados em buscar estratégias de investimento altamente sofisticadas e de alto risco com o objetivo de conseguir retornos acima da média. Definindo de forma mais simples, são fundos estabelecidos com o objetivo de investir os recursos dos sócios participantes (Edwards, 1999, p. 190).

Originalmente, os fundos de *hedge* deveriam ser uma forma de investimento muito especializada, com acesso altamente restrito aos investidores sofisticados. Os investimentos diretos nesses fundos costumavam ser acessíveis somente a investidores ricos por causa dos altos requisitos de investimento inicial (Noyer, 2007, p. 107). Imaginava-se que os investidores em fundo de *hedge* tinham a sofisticação e os recursos para proteger seus próprios interesses (Crockett, 2007, p. 23; Hildebrand, 2007, p. 71).

Porém, nos últimos anos, houve considerável expansão da classe de investidores com acesso aos fundos de *hedge*. O relaxamento dos requisitos de acreditação foi uma das razões para isso. Hoje, há poucas limitações – ou mesmo nenhuma – sobre quem pode ou não investir em fundos de *hedge* (Daniëlsson; Zigrand, 2007, p. 31).

Poupanças em risco

Em muitos países, como Austrália, Alemanha e Reino Unido, e em Hong Kong (China), uma nova categoria de investidores – com meios financeiros relativamente mais modestos – já pode investir nesses fundos. Em parte, também é o caso da

França, onde os fundos de *hedge* podem ser utilizados por indivíduos com um mínimo de 10 mil euros¹ (Prada, 2007, p. 130).

Além disso, investidores alemães podem comprar unidades de menos de 125 euros² dos fundos de *hedge* do Deutsche Bank, e as autoridades reguladoras do Reino Unido estão analisando a redução das restrições à comercialização dos fundos de *hedge* para indivíduos (Pozen, 2006).

Como parte desse movimento, as instituições regulamentadas acessíveis aos investidores médios, como os fundos mútuos e os fundos de pensão, estão aumentando seus investimentos nos fundos de *hedge* (Daniëlsson; Zigrand, 2007).

Informa-se que uma porção significativa do crescimento desses fundos é resultante da demanda dos investidores institucionais por alternativas aos investimentos em ações exclusivamente de longo prazo (*long-only*) e aos investimentos em renda fixa (Cole; Feldberg; Lynch, 2007, p. 11).

Atualmente, os fundos de *hedge* fazem uso de uma parcela maior da poupança familiar, canalizada por meio de investidores institucionais, como os fundos de fundos³ e os fundos de pensão. Na verdade, estima-se que os fundos de pensão representem cerca de 30% da base de investidores (Noyer, 2007, p. 107; Crockett, 2007, p. 23).⁴

Cada vez mais, os governos investem recursos do programa de pensões em fundos de *hedge*. Por exemplo, nos Estados Unidos, a Comissão de Valores e Bolsa informa que aproximadamente 20% dos planos de pensão empresariais e públicos utilizavam fundos de *hedge* em 2002 – um aumento de 15% com relação a 2001.

Essa tendência está aumentando (Wells, 2004).⁵ Os fundos de pensão públicos estão entre as várias entidades que aumentaram – e muito – o montante de recursos que aplicam em fundos de *hedge*, em um esforço para aumentar os retornos e diversificar os valores em carteira.

Controvérsia sobre regulamentação

Os fundos de *hedge* podem adotar estratégias potencialmente mais lucrativas porque não são regulamentados. A ausência de regulamentação quase não teve contestações até o fim da última década. Com efeito, os benefícios percebidos desses fundos estavam diretamente vinculados à ausência de regulamentação. Os retornos mais altos eram possíveis pela flexibilidade e pela capacidade de implementar estratégias inovadoras – o que somente podia ocorrer por causa da ausência das regulamentações impostas a outros atores financeiros, como os fundos mútuos. No entanto, à medida que os fundos de *hedge* cresceram em importância e começaram a vir à tona as evidências de suas possíveis deficiências, iniciou-se a controvérsia sobre a necessidade de regulamentá-los.

Dois acontecimentos, no fim da década de 1990, foram fundamentais para reconsiderar essa questão. O primeiro foi a crise financeira do Leste Asiático. As autoridades dos países afetados expressaram a preocupação de que as atividades dos fundos de *hedge* em seus mercados, durante o período da crise, tivessem um impacto desestabilizador, prejudicando suas economias (Fórum de Estabilidade Financeira, 2000, p. 5).

Andrew Cornford afirma que Gordon de Brouwer, no livro intitulado *Hedge funds in emerging markets*, encontrou motivos para essa preocupação, argumentando que as operações dos fundos de *hedge* macros e, em menor medida, as negociações de valores por conta própria das instituições financeiras foram uma fonte importante de instabilidade nos mercados financeiros da região em 1997–1998 e contribuíram para fazer disparar as taxas de câmbio e outros preços de ativos (Cornford, 2004).

⁵ Nesse mesmo artigo, David Wells também afirmou que milhões de pessoas em todo o mundo, tanto as que ainda trabalham como as aposentadas, têm dinheiro investido nos fundos de *hedge* e podem nem saber disso (Wells, 2004).

¹ Nota da edição: Equivalentes a R\$ 25.448,71 pela cotação de 26 de out. 2007.

² Nota da edição: equivalentes a R\$ 318,10 pela cotação de 26 out. 2007.

³ Um fundo de fundos é um fundo de investimento que tem um portfólio de outros investimentos no lugar de investir diretamente em ações, títulos da dívida ou outros títulos negociáveis.

⁴ Uma das razões declaradas para a entrada dos fundos no varejo (*retailization*) é a equidade: argumenta-se que não apenas investidores ricos devem ter acesso aos retornos maiores dos fundos de *hedge*. Isso explica porque, às vezes, são os supervisores que defendem a entrada no varejo (no lugar dos próprios fundos).

* Center of Concern (Estados Unidos).

QUAL MOTIVAÇÃO?

Um volume maior de poupança para aposentadoria está sendo investido em fundos de *hedge* por dois canais principais. O primeiro canal é direto: investimentos de indivíduos em fundos de *hedge*, pois acreditam que seja um instrumento seguro. As instituições públicas encarregadas de prover aposentadoria estão sendo privatizadas, tendo seu pessoal reduzido ou sendo submetidas ao processo de precarização.

Em alguns casos, os sistemas oferecem assistência insuficiente. Assim, os indivíduos são aconselhados a recorrer a sistemas de seguro privado no lugar da assistência do Estado, mesmo que seja apenas para complementá-la. Isso acontece, especialmente, nas mudanças generalizadas de planos com benefício definido para planos com contribuição definida.

Em outros casos, a busca por soluções privadas resulta do estado precário dos programas de previdência social e da tendência para uma relação mais alta entre o número de pessoas idosas e pessoas que trabalham. Isso levanta temores sobre a sustentabilidade do sistema público e sobre sua capacidade de responder à demanda crescente a longo prazo.

O segundo canal é indireto: investimentos em fundos de *hedge* por parte de instituições, públicas ou privadas, que administram poupança para aposentadoria de indivíduos. Os indivíduos recorrem às instituições privadas para complementar ou mesmo substituir essa poupança, pois se prevê que serão escassos os benefícios de pensão diante do colapso dos sistemas previdenciários públicos e a mudança para planos de contribuições definidas. Nas instituições públicas, é a pressão desencadeada pelas dificuldades iminentes para financiar suas obrigações que estimula muitos governos a buscar rendimentos acima da média em estratégias como as que são oferecidas pelos fundos de *hedge*. Como se pode perceber, o colapso dos sistemas de previdência pública é o elemento comum que perpassa esses dois canais. ■

Vale a pena observar que pesquisadores(as) – até mesmo do Fundo Monetário Internacional (FMI) – questionaram esse argumento (Fox, 1998; Fundo Monetário Internacional, 2004, p. 146-148). Porém, Gordon de Brouwer (citado por Cornford, 2004) descobriu que a pesquisa do FMI tende a enfatizar o tamanho global dos fundos de *hedge*, quando o que importa, segundo seu argumento, é o tamanho de suas posições com relação àquelas de outros atores em determinados mercados da região.

Ele argumenta que esses estudos tendem a ignorar os padrões de comportamento do tipo líder-seguidor nesses mercados. De acordo com tais padrões, os grupos de fundos de *hedge* atuariam como se estivessem numa manada e, com relação a outras firmas, assumiriam o papel de líderes, fundamentados na disposição de assumir grandes posições em certos ativos e certas moedas com base no que é geralmente considerado um conhecimento superior (Cornford, 2004).

O segundo evento crítico foi a falência e o subsequente resgate do fundo de *hedge* Long Term Capital Management (LTCM). Criado, em 1994, com um patrimônio de US\$ 1,3 bilhão, já tinha atingido US\$ 5 bilhões em 1998 (Edwards, 1999, p. 197). Para um investidor que tivesse entrado no início e ficado até 1997, o retorno anual teria sido de 15% (Kahn; Truell, 1998). A alavancagem do LTCM, baseado no dinheiro que tinha tomado emprestado, era de cerca de 20 para um – patamar elevado de qualquer ponto de vista.

Uma descrição detalhada da estratégia do LTCM e das razões do seu fracasso está fora do escopo deste artigo. Entretanto, é importante observar que, em setembro de 1998, o Federal Reserve Bank de Nova York (Banco Central) reuniu um grupo de empresas que tinha emprestado dinheiro à companhia e avisou-as sobre o “risco sistêmico que representaria a insolvência do LTCM”. O presidente da Federal Reserve, Alan Greenspan, afirmou que o resgate do LTCM era necessário para evitar que os mercados “se contraíssem” e “prejudicassem as economias de muitas nações”. Em consequência, foi organizada uma operação de resgate por um consórcio de instituições financeiras (Edwards, 1999).

Em 1999, o então G-7 decidiu encarregar o Fórum de Estabilidade Financeira de convocar um grupo de trabalho (GT) sobre instituições altamente alavancadas. O GT foi estabelecido com um mandato com o objetivo de:

avaliar os desafios criados pelas instituições altamente alavancadas à estabilidade financeira e para conseguir um consenso sobre as ações de supervisão e regulamentação que minimizassem esse potencial desestabilizador (Fórum de Estabilidade Financeira, 2000, p. 1).

O grupo assumiu a abordagem de que esses desafios seriam mais bem enfrentados por meio de medidas indiretas de regulamentação, tais como melhores práticas de administração de risco nas instituições de contrapartida e fortalecimento da disciplina do mercado, por meio de exigências de divulgação mais estritas.⁶

Em 2006, a regulamentação dos fundos de *hedge* recebeu atenção renovada. Alguns dos eventos que contribuíram para isso foram a perda de US\$ 6 bilhões do fundo de *hedge* Amaranth e o prejuízo de 75% dos US\$ 13 bilhões em valores negociados em renda fixa do fundo de *hedge* Vega.

O governo alemão, que já tinha assumido posições firmes sobre o assunto – a opinião pública mostrava forte hostilidade contra os fundos de *hedge* –, anunciou, no fim de 2006, que tencionava usar sua presidência do G-8, em 2007, para inserir os fundos de *hedge* na agenda do grupo (Guha, 2007; Atkins, 2007; Spalter, 2007). Em fevereiro de 2007, na primeira reunião do ano, os ministros da Fazenda do G-8 concordaram em encarregar o Fórum de Estabilidade Financeira de atualizar o relatório de 2000 sobre as práticas dos fundos de *hedge*, convocando negociações diretas com o setor sobre as opções futuras de regulamentação.⁷

No entanto, a Cúpula do G-8 em Heiligendamm, realizada em junho de 2007, não conseguiu adotar nenhuma medida significativa. As tentativas do ministro da Fazenda alemão, Peer Steinbrück, de pressionar por um acordo para tornar mais estrita a regulamentação dos fundos de *hedge* receberam pronta oposição, principalmente dos governos dos EUA e do Reino Unido. Logo, ficaram reduzidas a meros pedidos de divulgação em prol de uma transparência maior.

À proporção que a Cúpula do G-8 se aproximava, parecia que mesmo esses requisitos de transparência modesta, com caráter obrigatório, eram demasiados para serem exigidos dos fundos de *hedge*. O governo alemão tinha abrandado suas demandas e solicitava um código de conduta. Porém, o governo dos Estados Unidos alegava que, se esse código fosse necessário, o próprio

6 Vale a pena observar que, de acordo com uma avaliação recente do Banco Central Europeu, até mesmo a implementação das limitadas medidas propostas nesse relatório está longe de ser satisfatória (Banco Central Europeu, 2005).

7 A aceitação política da regulamentação dos fundos de *hedge* não ocorre somente no contexto alemão. Por exemplo, o senador dos Estados Unidos Charles Grassley (que preside a Comissão de Finanças do Senado 2007) enviou uma carta, em outubro de 2006, a todas as autoridades reguladoras financeiras do país, buscando informações sobre os requisitos de divulgação (se existiam) dos fundos de *hedge*. Durante sua campanha, Nicolas Sarkozy – que depois foi eleito presidente da França – prometeu posição dura sobre a regulamentação dos fundos de *hedge* (ver Banco Central Europeu, 2005).

setor de fundos de *hedge* estaria defendendo e formulando a idéia, de modo que não fazia falta qualquer medida da parte dos governos. No fim, o comunicado do G-8 se conformou em tomar nota do relatório atualizado, preparado pelo Fórum de Estabilidade Financeira, e prometer que trabalharia mais a questão.

Salvaguardas contornadas

A razão básica para regulamentar os fundos mútuos e os fundos de pensão tem sido a necessidade de proteger os interesses de cidadãos e cidadãs que neles investem. Como os fundos estão acessíveis às pessoas comuns – presumivelmente, com pouco ou nenhum conhecimento especializado em investimentos –, faz muito sentido a intervenção pública garantindo que: os investimentos sejam realizados de acordo com boas práticas e padrões; os gestores preencham os critérios de integridade e competência; e sejam implementados os requisitos de transparência e divulgação.

Como os fundos de *hedge* estavam originalmente limitados aos investidores de “alto valor líquido” ou investidores ricos, podia-se considerar que aquela razão básica não se aplicava a esses fundos. Na verdade, em grande parte, esses fundos tinham sido criados para que o grupo muito restrito de investidores multimilionários (muito bem informado sobre as estratégias do mundo dos investimentos e, portanto, sobre o que estava fazendo) não ficasse tão limitado às restrições impostas pelas regulamentações a outras instituições financeiras.

O acesso restrito de investidores não é mais uma característica dos fundos de *hedge*. Portanto, quanto mais esses fundos ficam semelhantes a outros veículos de investimento acessíveis aos cidadãos e às cidadãs comuns, mais débil fica a argumentação para mantê-los fora do escrutínio da regulamentação.

Além disso, quando os recursos em risco são as poupanças de aposentadoria das pessoas comuns, a questão se torna de regulamentação previdenciária. De fato, o Estado põe em risco suas obrigações previdenciárias quando investe em fundos de *hedge* e não os regulamenta de forma adequada.

Se os cidadãos e as cidadãs precisarem depender de sistemas de previdência privados e o Estado não estiver disposto a regulamentar os investimentos desses agentes em fundos de *hedge* ou o comportamento dos fundos de *hedge* que realmente recebem poupanças de aposentadoria, então o Estado estará abandonando a obrigação de regulamentar no interesse de assegurar previdência social de sua cidadania.

Os rendimentos maiores dos fundos de *hedge* ocorrem ao custo de riscos mais altos. Esses derivam da alavancagem – muitas vezes, de vários

patamares dela. Nesse sentido, os investidores podem, por exemplo, tomar emprestado para investir em fundos de fundos que, por seu lado, pedem empréstimos para investir em fundos de *hedge* que, por sua vez, usam derivativos para se alavancarem (Ferguson; Laster, 2007, p. 53).

Os fundos de *hedge* podem se alavancar com múltiplos muito altos, seja diretamente (com empréstimos dos corretores de bolsa)⁸ ou indiretamente (por meio da venda de derivativos de crédito). Isso os torna especialmente vulneráveis à queda súbita da liquidez do mercado (Noyer, 2007, p. 108).

Além disso, existe uma visão generalizada de que a alavancagem dos fundos de *hedge*, em termos agregados, é crescente. Dados de 2004 indicavam que a alavancagem dos fundos de *hedge* na forma de dívidas bancárias estava na média de 141% (Brewster; Wighton, 2004).

Deixando as estimativas de lado, o principal problema dos fundos de *hedge* é a falta de requisitos de divulgação, o que torna muito difícil saber, em qualquer momento determinado, o grau de alavancagem desses fundos, especialmente por sua exposição aos derivativos. Um especialista que testemunhou no Congresso dos Estados Unidos durante o inquérito sobre a crise do LTCM afirma que, quando Alan Greenspan visitou os bancos perguntando sobre o impacto nos seus balanços de permitir que o fundo fosse à falência, eles responderam que realmente não sabiam e que não queriam descobrir (Brewster; Wighton, 2004).

A alavancagem efetiva tornou-se notoriamente difícil de medir por causa da dificuldade em captar os efeitos de suas diferentes camadas e, especialmente, por causa da alavancagem embutida nas formas mais complexas de derivativos de crédito (Noyer, 2007, p. 109).

Segundo o vice-presidente do Banco Central Europeu, Lucas Papademos, o total de ativos alavancados de um determinado fundo de *hedge* pode, algumas vezes, ser muito significativo e comparável ao tamanho de alguns bancos de importância sistêmica (Papademos, 2007, p. 115).

Os fundos de *hedge* não somente apresentam riscos mais altos, condição repetidamente alertada por analistas. Apresentam também as condições

favoráveis de liquidez de mercado nas quais proliferaram, tornando difícil até mesmo estimar, com algum grau de precisão, os riscos associados a esses fundos.

Problemas éticos

Além das questões levantadas pelo cidadão e pela cidadã comum, cuja poupança termina alimentando os fundos de *hedge*, é importante avaliar os problemas éticos do comportamento desses fundos ao utilizar essas poupanças. Na sua busca por desempenho financeiro, os fundos de *hedge* são conhecidos por adotarem estratégias que têm impactos negativos sobre a “economia real” e sobre a classe trabalhadora.

Não há dúvida de que a economia real é a que mais sofre quando crises financeiras de natureza sistêmica são desencadeadas por atividades especulativas dos fundos de *hedge*. Especialistas argumentam que esse foi o caso das crises do Leste Asiático. Porém, mesmo sem esses eventos em grande escala, as atividades rotineiras dos fundos de *hedge* apresentam ameaças que não podem ser ignoradas. O presidente da Comissão de Serviços Financeiros da Câmara de Representantes dos Estados Unidos, Barney Frank, afirmou o seguinte numa carta dirigida ao presidente George Bush, em maio de 2007:

Uma questão importante a ser explorada é se as altas taxas de retorno exigidas para financiar as aquisições de capitais privados motivadas por dívidas podem prejudicar os interesses de longo prazo dessas empresas e as condições dignas de emprego e de segurança dos empregados. Estamos preocupados com os casos em que, no lugar de reestruturação corporativa com a finalidade de compartilhar os ganhos de produtividade e os aumentos da competitividade, numerosos fundos PE (private equity) parecem estar buscando extrair o máximo de valor num período curto antes de revender a empresa. Isso apresenta o risco para empregados que ficam prejudicados de uma maneira que não seriam se não tivesse ocorrido a aquisição.

Um exemplo das práticas dos fundos de *hedge* é influenciar a orientação das empresas, assumindo posturas ativistas na assembleia de acionistas. Embora seja comum pressupor que esse ativismo traz mais eficiência às empresas ao criarem valor e promoverem a eficiência, também pode perturbar a atividade econômica da empresa com base em considerações de retornos imediatos sem cuidar de outras implicações para o desempenho de longo prazo da companhia.

Pessoas que criticam esses fundos têm argumentado que eles estão somente interessados em retornos de curto prazo, que podem ser gerados à custa dos interesses de longo prazo

8 *Prime broker* é um corretor que age como um agente de liquidações, fornece custódia dos ativos, financiamento para alavancagem e prepara extratos diários para seus clientes, que são gestores financeiros, fundos de *hedge*, operadores de mercado, arbitadores, especialistas e outros investidores profissionais. Em tempo: arbitadores são negociadores que se aproveitam das pequenas diferenças de preços dos mesmos ativos em mercados diferentes – compram onde é barato para vender onde é mais caro até que a diferença desapareça. São negociadores praticamente sem risco.

das empresas em cujos títulos investiram (Crockett, 2007, p. 24). Tal crítica foi recentemente expressa pelo ministro da Fazenda alemão, Peer Steinbrück, quando afirmou que “o modelo alemão, de planejamento industrial de médio e longo prazo, funcionava ainda que não fosse compatível com as metas de curto prazo dos fundos de *hedge*”. E acrescentou: “o foco da indústria deve ser ‘como faço para que a empresa continue competitiva no mercado a médio prazo’, e não a maximização dos lucros a curto prazo” (Williansom; Atkins, 2007).

O comissário da Securities and Exchange Commission (SEC), Paul Atkins, expressou preocupações similares quando advertiu que:

dar aos investidores maior influência na composição das diretorias das empresas poderia ter a consequência indesejada de aumentar o poder dos fundos de hedge [...] E se um acionista que participa com seu voto numa reunião não tiver nenhum interesse econômico na empresa ou tiver até mesmo um interesse negativo? (Guerrera; Grant, 2007).

Em estudo de 2006, dois professores da Universidade do Texas advertiram que as táticas nos fundos de *hedge* poderiam erodir o vínculo tradicional entre a propriedade econômica das ações e o poder de voto corporativo (Guerrera; Grant, 2007). No entanto, o “curto-prazismo” é, também, especialmente prejudicial para as pessoas empregadas nas empresas reestruturadas. Como afirmou Paul Myners, ex-presidente da Marks and Spencer, essas pessoas geralmente sofrem uma deterioração de sua segurança de trabalho e uma perda de benefícios (Paul Myners citado por Pickard; Smith, 2007).

Vale a pena observar que as aquisições avalcadas do tipo praticado pelos fundos de *hedge* com objetivos de lucros são financiadas por dívidas, com a firma comprada tornando-se responsável pelo serviço daquelas dívidas. Quanto maior a alavancagem, maior o risco de fracasso posterior da empresa – e trabalhadores e trabalhadoras serão as primeiras vítimas.

Além disso, trabalhadores e trabalhadoras podem perder duplamente com essa tendência. Ao mesmo tempo, os altos lucros são possíveis porque os juros podem ser compensados com os impostos em muitas jurisdições. Significa que, basicamente, é o dinheiro de contribuintes que subsidia esses lucros. Uma pressão fiscal menor sobre os proprietários do grande capital significa, na ausência de outras variáveis, uma pressão fiscal maior sobre trabalhadores e trabalhadoras.

O “curto-prazismo” pode ser especialmente prejudicial para as considerações econômicas de longo prazo em um contexto de maior ativismo de acionistas dos fundos de *hedge*, voltado para

forçar decisões gerenciais específicas (ou mudanças gerenciais) por meio de sua participação na empresa.

Esse risco existe quando os fundos assumem participações de curto prazo, utilizando técnicas não-transparentes, com o único objetivo de pressionar a direção da empresa, em determinado momento, em defesa de seus interesses específicos (Prada, 2007, p. 133).

Recentemente, analistas assinalaram outro canal por meio do qual os fundos de *hedge* podem influenciar a economia real no contexto das crescentes dificuldades das empresas para chegarem a um acordo de refinanciamento de suas dívidas com os credores. As normas de falência são um instrumento político que os países conceberam para estabelecer incentivos de modo que as atividades produtivas das empresas não fossem indevidamente perturbadas.

Essas normas buscam o equilíbrio entre os interesses das pessoas credoras e devedoras para proteger o interesse de longo prazo da sociedade de não interromper processos produtivos vitais para economia. A intervenção dos fundos de *hedge* pode distorcer dramaticamente esses incentivos:

No passado, os bancos com empréstimos nos seus balanços tinham um incentivo financeiro substancial para chegar a um acordo amigável com seus devedores. No entanto, quando os bancos convertem os empréstimos em títulos negociáveis (securitização), aquele incentivo fica enfraquecido, pois não correm mais tanto risco com a inadimplência [...] Fundos de hedge e até mesmo bancos podem lucrar com a inadimplência se tiverem comprado proteção através de CDS⁹ em valor superior aos empréstimos [...]. A participação [dos fundos de hedge] pode também afetar a capacidade de os devedores próximos a uma situação de inadimplência resolverem seus problemas (Cole; Feldberg; Lynch, 2007, p. 10).

As implicações desse problema vieram à luz recentemente nos Estados Unidos, no contexto da crise das hipotecas de alto risco (*subprime*) e da intervenção por parte de bancos e reguladores para ajudar esses devedores – que enfrentavam taxas de juros muito altas sobre seus empréstimos imobiliários.

O que teria sido uma ajuda razoável e bem-vinda para as comunidades de pessoas devedoras em situação desvantajosa, tornou-se alvo de

acusações por parte dos fundos de *hedge*, proprietários de derivativos vinculados à inadimplência daqueles empréstimos e que haviam apostado nessa mesma inadimplência.

A crise dos benefícios previdenciários fornecidos pelo Estado tem significado que uma parcela crescente da poupança e aposentadoria de cidadãos e cidadãs está sendo aplicada nos fundos de *hedge*. O motivo básico original para não regular esses fundos – sua disponibilidade somente para um número limitado de investidores – não mais existe. Já passou da hora de termos uma regulamentação mais forte dos fundos de *hedge* no interesse de cumprir as obrigações da previdência social. Do contrário, esses fundos terão, simplesmente, tornado-se instrumentos pelos quais as obrigações previdenciárias podem ser facilmente evitadas. ■

9 Nota da tradução: o Credit Default Swap (CDS) é uma espécie de seguro que um banco adquire, por exemplo, de uma seguradora que se compromete a comprar o papel que sofrer inadimplência, em troca de um prêmio.

Referências

- ATKINS, Ralph; BENOIT, Bertrand. Berlin scales back hedge fund ambitions. *Financial Times*, Londres, 10 fev. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Berlin+scales+back+hedge+fund+ambitions&aje=false&id=070210000962&ct=0>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- BANCO CENTRAL EUROPEU. *Large EU banks exposures to hedge funds*. Frankfurt, nov. 2005. (Relatório). Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largeeubanksexposureshedgofunds200511en.pdf>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- BREWSTER, Deborah; WIGHTON, David. Hedge funds puzzle: should investors fear a crisis?. *Financial Times*, Londres, 28 jul. 2004. Disponível em: <http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Pension+plans+increase+exposure+in+attempt+to+boost+return&aje=true&id=040727007780&ct=0&nclck_check=1>. Acesso em: 30 out. 2007.
- COLE, Roger T.; FELDBERG, Greg; LYNCH, David. Hedge funds, credit risk transfer and financial stability. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 7-18, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- CORNFORD, Andrew. Book review of *Hedge funds in emerging markets* by Gordon de Brouwer; Hedge funds: myths and limits by François-Serge Lhabitant. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Bingley, v. 12, n. 4, p. 384-390, 2004.
- CROCKETT, Andrew. The evolution and regulation of hedge funds. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 19-28, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banquefrance.fr/gb/publications/telechar/rsf/2007/etud2_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- DANIELSSON, Jón; ZIGRAND, Jean-Pierre. Regulating hedge funds. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 29-36, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- EDWARDS, Franklin. Hedge funds and the collapse of long term capital management. *Journal of Economic Perspectives – Jornal da American Economic Association*, Pittsburg, v. 13, issues 2, p. 189-210, primavera 1999.
- FERGUSON, Roger; LASTER, David. Hedge funds and systemic risk. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 45-54, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- FÓRUM DE ESTABILIDADE FINANCEIRA. Report of the working group on highly leveraged institutions. Suíça, 5 abr. 2000. Disponível em: <http://www.fsforum.org/publications/Rep_WG_HLI00.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- FOX, Justin. Did foreign investors cause Asian market problem?. *NBER Digest – National Bureau of Economic Research*, Cambridge, oct. 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/digest/oct98/w6427.html>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- FRANK, Barney. Carta do presidente da Comissão de Serviços Financeiros da Câmara de Representantes dos EUA ao Presidente George W. Bush. Washington, DC, 23 maio 2007. Disponível em: <www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/press060407.shtm>.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global financial stability report*. Washington, DC, abr. 2004. (Relatório anual).
- GUERRERA, Francesco; GRANT, Jeremy. SEC Commissioner in hedge fund alert. *Financial Times*, Londres, 24 jan. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=SEC+Commissioner+in+hedge+fund+alert&aje=false&id=070124011332&ct=0>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- GUHA, Krishna. Germany pushes G7 ministers to scrutinise hedge funds. *Financial Times*, Londres, 7 fev. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=G7+ministers+y=5&aje=false&x=15&id=070207000585&ct=0>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- HILDEBRAND, Philipp M. Hedge funds and prime broker dealers: steps towards a “best practice proposal”. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 67-76, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- KAHN, Joseph.; TRUPELL, Peter. Troubled investment fund's bets now estimated at \$1.25 trillion. *New York Times*, Nova York, C1, 28 set. 1998.
- NOYER, Christian. Hedge funds: what are the main issues? *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 105-112, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- PAPADEMOS, Lucas D. Monitoring hedge funds: a financial stability perspective. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 113-126, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- PICKARD, Jim; SMITH, Peter. Myners warns of risks from private equity. *Financial Times*, Londres, 20 fev. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/search?queryText=Myners+warns+of+risks+from+private+equity&aje=false&dse=&dsz=>>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- POZEN, Robert. Reporting standards for hedge funds must be raised. *Financial Times*, Londres, 12 jan. 2006. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Reporting+standards+for+hedge+funds+must+be+raised&y=10&aje=true&x=10&id=060111007970&ct=0>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- PRADA, Michel. The world of hedge funds: prejudice and reality. The AMF's contribution to the debate on alternative investment strategies. *Financial Stability Review: special issue on hedge funds – Revista do Banque de France*, Paris, n. 10, p. 127-136, abr. 2007. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2007/rsf_0407.pdf>. Acesso em: 30 out. 2007.
- SPALTER, Jonathan. Hedge funds face stark choice: revelation or regulation. *Financial Times*, Londres, 13 fev. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Hedge+funds+face+stark+choice%3A+revelation+or+regulation&aje=false&id=070213008724&ct=0>>. Acesso em: 30 out. 2007.
- WELLS, David. Pension plans increase exposure in attempt to boost return. *Financial Times*, Londres, 28 jul. 2004. Disponível em: <http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Pension+plans+increase+exposure+in+attempt+to+boost+return&aje=true&id=040727007780&ct=0&nclck_check=1>. Acesso em: 30 out. 2007.
- WILLIAMSOM, Hugh; ATKINS, Ralph. Call to resist Anglo-American model of “short-termism”. *Financial Times*, Londres, 26 abr. 2007. Disponível em: <<http://search.ft.com/search?queryText=Call+to+resist+Anglo-American+model+of+%93short-termism%94&aje=false&dse=&dsz=>>>. Acesso em: 30 out. 2007.