

ROBERTO PITAGUARI GERMANOS

***HEDGE FUNDS: ANÁLISE JURÍDICA NO DIREITO
BRASILEIRO E COMPARADO***

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ORIENTADORA: PROFESSORA TITULAR PAULA ANDRÉA FORGIONI

FACULDADE DE DIREITO DA USP

SÃO PAULO

2009

ROBERTO PITAGUARI GERMANOS

***HEDGE FUNDS: ANÁLISE JURÍDICA NO DIREITO
BRASILEIRO E COMPARADO***

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação da Professora Titular Paula Andréa Forgioni

FACULDADE DE DIREITO DA USP

SÃO PAULO

2009

Banca Examinadora

Agradecimento

Agradeço os ensinamentos, a paciência, o carinho e a amizade da Professora Paula Andréa Forgioni, exemplo de determinação e de excelência acadêmica.

RESUMO

O trabalho tem por objeto a observação e o debate do tema *hedge funds*, com foco no ordenamento legal brasileiro e auxílio do direito comparado. Inicia-se com conceitos gerais dos *hedge funds* em sede internacional. Analisam-se então dados e informações históricos, práticos e legislativos a respeito dos *hedge funds* nos Estados Unidos da América e dos *fondi speculativi* na Itália. Com base na prática estrangeira, a dissertação aborda problemas jurídicos potenciais ocasionados pelas estruturas dos *hedge funds*, em especial no que tange os possíveis conflitos de interesse entre gestores e investidores (*moral hazard*, competição). Considera a relação entre risco sistêmico e *hedge funds*. Analisa o regime institucional e legal dos fundos de investimento brasileiros, em especial os regulados pela ICVM 409/06. Indica a classe “Fundos de Investimento Multimercado” como a mais próxima do conceito de *hedge fund*. Considera o papel da CVM, da auto-regulação, do gestor, do administrador, do investidor qualificado e do investidor superqualificado. Aponta a disciplina pública e privada dos intermediários financeiros como meio eficiente para controle e tutela dos *hedge funds* e seus investidores. Conclui criticando o equilíbrio entre regulação estatal e disciplina privada.

Palavras-Chave: Auto-Regulação. Conflito de interesses. Direito Comparado. Estados Unidos da América. Fondi Speculativi. Fundos de Investimento. Fundos Multimercado. Hedge Funds. Itália. Mercado de Capitais.

RÉSUMÉ

Ce Mémoire a pour objet l'analyse et le débat sur le thème des *hedge funds*, et se concentre à cet égard, sur les principes et les règles de l'ordre juridique brésilien et accessoirement sur le droit comparé. Le Mémoire débute par la présentation des concepts généraux des *hedge funds* sur la scène internationale, en étudiant, ainsi, les données et informations historiques, pratiques, mais aussi législatives des *hedge funds* aux Etats-Unis d'Amérique ainsi que des *fondi speculativi* en Italie. En se fondant sur la pratique étrangère, cette étude aborde donc, les problèmes juridiques potentiels occasionnés par de telles structures, et plus particulièrement celui des conflits d'intérêts possibles entre gestionnaires et investisseurs (*moral hazard*, concurrence). Le Mémoire considère alors, la relation entre les risques systémiques et les *Hedge Funds*. Il analyse le régime institutionnel et légal des fonds d'investissement au Brésil, notamment des fonds régis par l'Instruction Normative de la *CVM – Comissão de Valores Mobiliários ICVM409/06*. De surcroît, il considère la classe des "Fonds de Couverture Multimarchés" (*Fundos de Investimento Multimercado*) comme la plus proche du concept de *hedge fund*. Il estime que la *CVM* a un rôle d'auto-régulation, de gestionnaire, d'administrateur, d'investisseur qualifié, mais aussi d'investisseur super-qualifié. Il envisage le secteur public et privé des intermédiaires financiers comme un moyen efficace pour le contrôle et la tutelle des *hedge funds* et des investisseurs. Et finalement, le Mémoire s'achève en critiquant l'équilibre entre la régulation étatique et le secteur privé.

Mots-Clés: Auto-régulation. Conflit d'intérêts. Droit Comparé. États-Unis d'Amérique. *Fondi Speculativi*. Fonds d'Investissement. Fonds de Couverture Multimarchés. Italie. *Hedge Funds*. Marché de Capitaux.

LISTA DE ABREVIATURAS OU DE REDUÇÕES

ANBID.....	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANDIMA.....	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
Banco Central.....	Banco Central do Brasil
CETIP.....	CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos
CFTC.....	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
CMN.....	Conselho Monetário Nacional
CONSOB.....	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
CVM.....	Comissão de Valores Mobiliários
D.M. n° 228.....	<i>Decreto Ministeriale n. 228, de 24 de maio de 1999</i>
EFAMA.....	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
FI.....	Fundo de Investimento objeto da ICVM 409
ICVM 409.....	Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004
Investment Advisers Act.....	<i>Investment Advisers Act</i> de 1940
Investment Company Act.....	<i>Investment Company Act</i> , de 22 de agosto de 1940
IOSCO.....	<i>International Organisation of Securities Commissions</i>
LTCM.....	<i>Long Term Capital Management L.P.</i>
SEC.....	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
SGR.....	<i>Società di Gestione del Risparmio</i>
TUF.....	<i>Testo Unico Finanziario</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1. HEDGE FUNDS	14
1.1. Origem do Termo.....	14
1.2. Definição genérica de <i>hedge fund</i> e sua diferenciação de outros esquemas de investimento coletivos	19
1.3. Breve panorama interjurisdicional - estudos da IOSCO e da EFAMA	24
2. HEDGE FUNDS NO DIREITO NORTE-AMERICANO	31
2.1. Conceituação de <i>hedge funds</i> nos Estados Unidos da America.....	31
2.2. Estruturas aplicáveis	32
2.3. Estruturas domésticas e <i>offshore</i>	34
2.4. Isenções regulatórias características	36
2.5. Esquemas de investimento coletivo não caracterizados como <i>hedge funds</i>	40
2.6. Outros esquemas de investimento coletivo não caracterizados como <i>hedge funds</i>	44
2.7. Atores internos e externos.....	45
2.7.1. Gestores	46
2.7.2. <i>Brokers</i> , administradores e auditores.....	49
2.8. Visão geral do mercado norte-americano	52
2.9. Estratégias de investimento.....	53
2.10. Políticas de investimento: a busca por retornos absolutos e outras considerações	55
2.11. Informações a investidores.....	57
2.12. Comissões, taxas e custos	59
2.13. Investimento, permanência e resgate	60
2.14. Alavancagem.....	62
2.15. <i>Hedge funds</i> norte-americanos em crise	63
2.15.1. O caso Long Term Capital Management.....	63
2.15.1.1. Impacto do caso LTCM sobre os reguladores norte-americanos	65
2.15.2. O caso Amaranth Advisors.....	67
3. FONDI SPECULATIVI: HEDGE FUNDS NA ITÁLIA	70
3.1. Considerações iniciais.....	70
3.2. Breve histórico	71
3.3. Atual disciplina legislativa.....	74
3.4. Características básicas.....	76

3.5. Gestão.....	79
3.6. Outros atores internos e externos	81
3.7. Comentários à solução italiana à contenção ao risco	83
3.8. Visão atual do mercado dos <i>fondi speculativi</i>	84
4. HEDGE FUNDS NA PRÁTICA: APONTAMENTOS ADICIONAIS.....	87
4.1. A exposição dos intermediários financeiros aos <i>hedge funds</i> : breves comentários.....	87
4.2. <i>Hedge funds</i> : agência, risco comportamental e competição	92
4.2.1. Agência e risco comportamental (<i>moral hazard</i>).....	92
4.2.2. Competição.....	95
4.2.3. Risco sistêmico e <i>hedge funds</i> : necessidade de preocupação?.....	96
5. HEDGE FUNDS NO BRASIL.....	100
5.1. O mercado brasileiro de fundos de investimentos	100
5.2. Histórico dos fundos de investimentos no Brasil.....	101
5.3. Legislação vigente.....	105
5.4. Atual conceituação doutrinária dos fundos de investimento	108
5.5. Órgãos reguladores dos fundos de investimento no Brasil.....	112
5.5.1. O Conselho Monetário Nacional e a CVM	112
5.5.2. ANBID.....	114
5.6. Fundos de Investimento: ICVM 409.....	115
5.6.1. Panorama normativo infralegal	115
5.6.2. Classes de Fundos de Investimento	119
5.6.2.1. Fundos Multimercado	122
5.6.3. Principais atores dos Fundos de Investimento.....	124
5.6.3.1. Investidores qualificados e “superqualificados”.....	126
5.6.4. Auto-regulação no Brasil: os Códigos ANBID voltados para os fundos de investimento.....	129
5.6.5. Classificação dos fundos de investimento pela ANBID.....	132
5.7. Fundos de Investimentos brasileiros: traços característicos e adequação ao conceito de <i>hedge fund</i>	134
5.7.1. As características usuais dos <i>hedge funds</i> aplicadas aos fundos brasileiros.....	134
CONCLUSÕES.....	138
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	143

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objeto a observação e debate do tema *hedge funds* com foco no Ordenamento Legal Brasileiro. Trata-se de fazer um primeiro reconhecimento desse fenômeno econômico e jurídico, sem pretensões a dogmas. Levaremos em conta peculiaridades e efeitos desse esquema coletivo de investimento no Direito Estrangeiro e no Brasileiro, com o auxílio de técnicas de Direito Comparado.

Existem muitas formas, veículos e maneiras de gestão de ativos financeiros: bancos de investimento, tesourarias de empresas ou mesmo a administração privada de ativos de uma pessoa física. Dentre as variadas formatações, destacam-se os fundos de investimento, veículos que têm como atividade primordial o grupamento de ativos de mais de uma pessoa, que assim se mutualiza nos custos e proventos resultantes da gestão profissional do monte comum.

Os fundos de investimento constituem veículos heterogêneos em suas metas, objetivos, estratégias e formas institucionais.

Os esquemas coletivos de investimento são cada vez mais relevantes na economia financeira global, seja por sua dimensão, seja por sua impressionante taxa de crescimento. O Brasil é um bom exemplo: estima-se que o volume de recursos aplicados em fundos de investimento tenha atingido, em 2006, o equivalente a 62% do PIB brasileiro, um crescimento de 21% se comparado com a mesma base no ano anterior.¹

As razões desse fenômeno são diversas: investidores privados e institucionais em busca de diversificação de risco para suas carteiras, insatisfação com os rendimentos oferecidos em mercados de taxas de juros fixos, a busca pela relação ótima entre risco e retorno, ou mesmo o desejo de investir em estratégias alternativas, complexas ou sofisticadas, com a expectativa de maiores lucros. Elementos como a integração dos mercados financeiros mundiais e quedas das taxas de juros reais promovem sua ocorrência.

As perspectivas e desejos de cada tipo de investidor são os mais diversos: um pequeno poupador almeja guardar seu dinheiro com segurança; um administrador de grandes fortunas pode buscar diversificação e melhores retornos para seus clientes; a

¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento*. Abril de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 24 out. 2008.

tesouraria de uma empresa, capital de curto prazo para pagar uma dívida e assim por diante. A demanda é variada e, conseqüentemente, a oferta também.

Dentre os vários esquemas coletivos de investimento oferecidos no mercado financeiro, chamam-nos a atenção aqueles sofisticados ou complexos, voltados a investidores que queiram diversificar suas carteiras. A diversificação dos investimentos pode ser compreendida como medida de proteção ao capital e busca por maiores retornos, entre outros. Os *hedge funds* destacam-se dentre tais esquemas alternativos de investimento.

Os *hedge funds* são de difícil conceituação. Isso não impede que sejam reconhecidos como uma forma distinta dos esquemas tradicionais de investimento pelos agentes privados e pelas autoridades responsáveis pela supervisão e regulamentação do mercado financeiro.

Já no Capítulo 1, far-se-á uma rápida introdução histórica dos *hedge funds*. Logo na seqüência, serão apresentadas as principais características que os distinguem de outros esquemas de investimento coletivo.

Argüiremos que o termo *hedge fund* carece de demarcação legal ou mesmo de um traço singular que os separe dos demais. O termo designa não um tipo específico de esquema de investimento coletivo, mas sim um conjunto de entidades que guardam características similares entre si. Veículos formalmente idênticos podem ser, ou não, considerados como *hedge funds*, a depender das estratégias e regras contratuais adotadas. As características que os compõem, de estilo eminentemente prático, serão listadas e sumariamente comentadas.

Em seguida, apresentaremos breves conclusões a respeito das características gerais dos *hedge funds* em diferentes jurisdições, conforme o entendimento depreendido de estudos apresentados por duas entidades transacionais, a *International Organization of Securities Commission* - IOSCO, que reúne informações das autarquias ou órgãos estatais que regulam o mercado de fundos de investimento, e a EFAMA, *European Fund and Asset Management Association*, entidade que congrega as associações representativas da indústria europeia de administração de recursos.

O Capítulo 2 será central no entendimento do estudo, pois tratará da disciplina dos *hedge funds* nos Estados Unidos da América. A importância decorre do fato de que o mercado norte-americano, além de berço dos *hedge funds*, é também atualmente seu maior

mercado em oferta e em demanda. Foi no seio de suas instituições e com base na dinâmica do mercado norte-americano que as características desse esquema coletivo de investimentos tomaram forma. Por conta da integração dos mercados financeiros, as práticas operacionais dos *hedge funds* norte-americanos foram transplantadas ou copiadas para outras jurisdições, moldando-se em diferentes estruturas legais, adaptando suas características às tradições legislativas de outros mercados.

O ponto de partida será o jurídico: de início será esclarecido que se trata de uma espécie reconhecida pelas autoridades, porém privada de tipificação legal. Daí serão observados os principais traços estruturais e as isenções legais que os caracterizam. Em auxílio do entendimento de sua natureza, serão então mencionados outros tipos de esquema de investimento estruturalmente similares, mas que, por conta de certas particularidades, não são classificados como *hedge funds*. Passada a observação das estruturas legais, escrutinamos aspectos operacionais e práticos dos *hedge funds* que interessam ao estudo, como os principais prestadores de serviços, o tamanho da indústria norte-americana, estratégias de investimento mais comuns, quais as informações a investidores entre outros.

No término do mencionado Capítulo, traremos dois exemplos práticos de *hedge funds* norte-americanos que quebraram e suas interessantes conseqüências regulatórias e sistêmicas.

O Capítulo 3 será dedicado ao estudo dos *hedge funds* na Itália, segunda e última jurisdição estrangeira estudada. Antes de tudo, verificam-se as razões da escolha: sistema jurídico romano-germânico em contraponto ao norte-americano, legislação relativamente atual, grande liberdade para os gestores, inserção no ambiente econômico europeu e proximidade do sistema jurídico brasileiro.

Testemunha-se que os *fondi speculativi* são os veículos de investimento coletivo considerados como os *hedge funds* italianos. Para isso, dissertaremos sobre seu histórico, disciplina básica e características estruturais. Na seqüência, são apresentados breves dados econômicos relevantes. Será dada ênfase às abordagens do legislador italiano para os problemas de tutela do investidor e de estabilidade do mercado.

O quanto observado nos três primeiros capítulos será suficiente para compreendermos alguns problemas peculiares aos *hedge funds*. O Capítulo 4 tratará de alguns desses problemas, mais especificamente os que surgem das assimetrias informacionais entre os investidores, os gestores e outros intermediários financeiros. A

pertinência do Capítulo 4 será evidenciada, à medida que boa parte dos problemas resulta em questões sobre a regulação desses diferentes atores, em benefício dos investidores e dos sistemas financeiros possivelmente afetados.

O último Capítulo utilizará informações e conclusões dos anteriores na investigação sobre os *hedge funds* no Brasil.

Dado o panorama histórico e institucional que rege a matéria dos fundos de investimento no país, traremos à baila seu cenário legislativo. O papel da Comissão de Valores Mobiliários será ressaltado, assim como o papel complementar da Associação Nacional dos Bancos de Investimento.

Iniciaremos por comentar o pressuposto regulamentar de nosso legislador, que, mesmo partindo de rigorosa tipificação e de vetos operacionais, foi paulatinamente permitindo maior liberdade operacional na gestão de carteiras de fundos de investimento.

Indicaremos quais as características que fazem dos Fundos de Investimento Multimercado, tal como classificados sob a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, o esquema coletivo de investimento brasileiro mais viável para a constituição de um *hedge fund* no país.

Para chegarmos a essa conclusão, exporemos as limitações relativas aos bens que estes podem ou não carregar em carteira. Falaremos ainda das atuais regras atinentes à alavancagem, sobre práticas comuns de resgate de quotas e sua relação com a volatilidade dos investimentos, bem como sobre as liberdades adicionais atribuídas aos fundos dirigidos a investidores qualificados e aos superqualificados.

Em todo o decorrer desse último Capítulo, traçaremos paralelos entre os conceitos de *hedge funds* apresentados nos capítulos anteriores e o mercado brasileiro de fundos de investimento, buscando identificar similaridades entre os conceitos estrangeiros e os instrumentos aqui disponíveis.

No entanto, a conclusão de que o Fundo de Investimento Multimercado constitui o veículo mais viável para a existência dos *hedge funds* no Brasil não será a última. O que se pretende é lançar bases para uma discussão mais prolífica sobre o equilíbrio entre o papel do regulador estatal e o do auto-regramento privado frente aos crescentes desafios decorrentes da especialização dos esquemas coletivos de investimento.

Alertamos novamente o leitor de que a conclusão não será nem propositiva nem dogmatizante. A intenção é lançar as bases a partir do exemplo dos *hedge funds* para que se discuta qual deve ser o papel do poder público e da iniciativa privada na imposição de limites aos investidores, gestores e administradores de fundos de investimento.

1. HEDGE FUNDS

1.1. Origem do Termo

O termo *hedge fund*, em sua atual concepção, foi cunhado em uma matéria da revista mensal norte-americana *Fortune*, em sua edição de abril de 1966. No caderno “*Personal Investing*”, de tal publicação, há uma reportagem intitulada “*The Jones Nobody Keeps Up With*”².

O artigo descreveu um até então desconhecido tipo de gestão de ativos, inovador em suas peculiaridades, que pela soma de suas características o distinguia dos demais, o *hedge fund*.

A jornalista atribuiu a inovação ao Sr. Alfred Winslow Jones, sociólogo que se tornou gestor de ativos, fundando em 1949 o fundo de investimentos A. W. Jones & Co. Esse fundo se distinguia dos demais não só por seus retornos financeiros acima da média³, mas também por suas características únicas.

Em sua operação, o Sr. Jones utilizou duas ferramentas especulativas já conhecidas, mas praticamente nunca antes combinadas: a alavancagem financeira e a venda a descoberto, com o objetivo de proteger ativamente parte dos investimentos de sua carteira.

A alavancagem, em termos financeiros, pode ser entendida como a razão entre a dívida empregada para aumentar a quantidade de investimentos em alguma posição financeira, e os ativos com tal finalidade de uma empresa. É comumente utilizada no mercado financeiro para controlar uma posição maior, que permitiria o simples emprego do capital disponível da empresa, mediante endividamento. Um investidor, por exemplo, contrata mútuo com um banco para poder comprar ações que, segundo estima, terão valorização ou resultados superiores aos custos do empréstimo. Assim, os fundos obtidos

²LOOMIS, Carol J. The Jones nobody keeps up with. *Fortune Magazine*, New York, Abr. 1966. *Personal Investing*, p. 237; 240; 242 e 247.

³Na mesma reportagem, aponta-se que o resultado líquido dos investimentos naquele fundo foi de 325%, considerando um período de 5 anos (findo em 31 de maio de 1966, data de seu balanço anual), líquido de custos, comissões e taxas. Como comparação, o melhor resultado dentre os *mutual funds*, então detido pelo Fidelity Trend Fund, fora de 225% no mesmo período.

mediante endividamento permitem que o investidor detenha ações em valores superiores aos que seu capital admitiria.

Uma vez que pressupõe endividamento, a posição alavancada implica o pagamento do principal e juros. Concorre para o resultado positivo da operação a diferença entre o retorno dos ativos comprados e a dívida contraída para adquiri-los. Naturalmente, caso o custo do endividamento supere os retornos financeiros advindos da operação alavancada, haverá prejuízo.

Já a venda a descoberto, em termos simplificados, implica venda futura de ativos financeiros ou de seus derivativos, não detidos pelo vendedor. O vendedor a descoberto paga ao efetivo proprietário do ativo⁴ o direito de vendê-lo em data futura e, geralmente, mediante pagamento. Na outra ponta, vende a opção futura a eventual interessado. Assim, caso o preço do ativo na data da liquidação do contrato seja menor do que o preço acertado para sua venda, quem vende a descoberto percebe o lucro resultante da diferença entre o preço de venda e o custo de aquisição do ativo para sua efetiva liquidação, mais os custos resultantes do aluguel do ativo. Não é raro que a liquidação das vendas a descoberto ocorra somente com o acerto da diferença entre os valores devidos entre as partes, sem a efetiva transmissão de propriedade do ativo subjacente à operação⁵.

Tais conceitos e operações não eram novos naquela época. A venda a descoberto era utilizada nos mercados financeiros para especulações pontuais, de curto prazo. A alavancagem era precipuamente utilizada como forma de se obterem maiores lucros mesmo com base limitada de capital⁶.

Um dos elementos inovadores difundidos pelos fundos operados pelo Sr. Jones foi a combinação dos dois instrumentos, alavancagem e venda a descoberto, com o intuito específico de proteger uma carteira de investimentos (em Inglês, proteger, nesse sentido, traduz-se por *hedge*). O conceito de se utilizarem esses dois instrumentos especulativos para fins conservadores, para a proteção da carteira de investimento funcionava da seguinte forma: parte da carteira do fundo ficava investida em ações que poderiam valorizar-se com

⁴Aqui vale mencionar que existe, em alguns casos em que se permite a prática da venda a descoberto de ativos que simplesmente não se possuem, nem mediante aluguel com opção de compra. Essa prática, chamada de *naked short selling*, é muito condenada, pois pode causar distorções no mercado, já que o vendedor está de fato vendendo direito que simplesmente não possui.

⁵A legislação norte-americana define a venda a descoberto (ou *short selling*) na Rule 3b-3, regra contida no *Securities and Exchange Act*, como sendo aquela em que o vendedor não detém o ativo vendido, ou que se consuma pela entrega de ativo emprestado.

⁶CALDWELL, Ted. *A primer on hedge funds*. Lookout Mountain Capital, Inc. Boletim. Disponível em: <www.jonesmodel.info>. Acesso em: 24 nov. 2008.

o tempo, com alavancagem para aumentar as possibilidades de ganho. Por outro lado, efetuava-se a venda a descoberto de outras ações, que finalmente poderiam depreciar-se com o tempo⁷. Já que o objetivo primário desses instrumentos, conforme a estratégia do A. W. Jones & Co. era justamente proteger (*hedge*) parte do capital investido, cunhou-se o termo *hedge fund*. Essa estratégia requer agilidade e bastante conhecimento dos que a utilizam para que se obtenha sucesso.

A adoção de estratégia sofisticada e ágil implica duas outras características, peculiares ao fundo. A primeira é a sua estrutura societária que, ao limitar o número de sócios, permitia sua operação sem a necessidade de supervisão das autoridades americanas. A segunda característica consistia na atraente estrutura de remuneração de seus gestores, baseada principalmente em porcentagem da apreciação da carteira de investimentos.

A estrutura societária do fundo A. W. Jones & Co. era a de uma *limited partnership*, que não contava com mais de 100 sócios. A adoção da estrutura de uma *limited partnership* (como no caso da sociedade limitada no Direito Brasileiro) implica limitação da responsabilidade de seus sócios ao montante do capital investido. A limitação a 100 sócios era, como ainda é, um dos requisitos para que os *hedge funds* sejam isentos da supervisão das autoridades securitárias americanas, nos limites e conforme os detalhes que serão descritos mais à frente neste capítulo, ao tratarmos dos *hedge funds* no Direito Norte-Americano.

A estrutura de remuneração do fundo do Sr. Jones, proposta aos seus investidores, era principalmente baseada na retenção de 20% dos lucros gerados pelas atividades dos fundos,⁸ calculadas periodicamente. Tal remuneração era especialmente interessante, atraindo profissionais qualificados e motivados para a gestão dos ativos do *hedge fund*.

Esse artigo da revista *Fortune* desvelou uma operação que já vinha ocorrendo há 17 anos, até então conhecida somente pelo restrito grupo dos que tinham contato direto com os fundos administrados pelo Sr. Jones e sua equipe. O punhado de *hedge funds*, existentes até a data da publicação do artigo, originou-se ou de profissionais que trabalharam diretamente nos fundos criados pelo Sr. Jones, ou das contrapartes atuantes em corretoras ou bancos⁹.

⁷LANDAU, Peter. The hedge funds: Wall Street's new way to make money. *New York Magazine*, New York, v. 1, n. 29, p. 20-24, 1968.

⁸LEDERMAN, Scott J. *Hedge fund regulation*. New York: Practising Law Institute, 2007. p. 1-5.

⁹LANDAU, Peter. op. cit., p. 24.

O artigo gerou grande interesse na comunidade financeira e, com um cenário econômico favorável, houve uma grande expansão dos *hedge funds* na segunda metade da década de 60. Quando a jornalista voltou ao tema, em janeiro de 1970, de um punhado de fundos averiguados em 1966, já havia cerca de 150 *hedge funds* em operação. Três dos maiores eram administrados por ex-sócios do Sr. Jones, somando todos cerca de US\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de dólares)¹⁰, geridos por figuras como George Soros e Michael Steinhardt, ora reconhecidos como grandes luminas da indústria de gestão de ativos¹¹.

Nesse mesmo artigo de 1970, houve a constatação de que essa primeira onda de *hedge funds* empregou, em diferentes concentrações, a alavancagem e a venda a descoberto. Os fundos que haviam adotado estratégias alavancadas e apostado numa tendência otimista (de valorização das ações) sofreram perdas, assim que o mercado acionário norte-americano entrou em depressão em 1969. Quando a crise ali instalada atingiu seu ponto mais crítico, em 1974, muitos foram forçados a fechar, como resultado de perdas e de saques dos investidores¹². Mesmo os fundos do Sr. Jones sofreram com a reviravolta dos mercados em 1969, registrando perdas resultantes das posições tomadas quando da euforia positiva anteriormente experimentada.

Como dito acima, à época desse segundo artigo datado de 1970, ocorria uma crise generalizada no mercado financeiro norte-americano¹³. Interessante notar-se que, sob esse cenário, já havia um debate sobre uma maior regulamentação ou controle dos *hedge funds*: a jornalista, em certo ponto, reporta que certos membros não identificados da U.S. *Securities and Exchange Commission* (ou abreviadamente, SEC¹⁴) acreditavam que esses fundos deveriam sujeitar-se a algum tipo de regulação¹⁵, o que não se realizou naquele tempo.

De qualquer maneira, houve a consolidação das bases de um novo tipo de esquema de investimentos, baseado na combinação de instrumentos de alavancagem,

¹⁰Os valores monetários apresentados nesta dissertação não foram ajustados de qualquer forma, refletindo diretamente o quanto informado pela fonte citada.

¹¹LOOMIS, Carol J. Hard times come to hedge funds. *Fortune Magazine*, New York, p. 100, Jan. 1970.

¹²LEDERMAN, Scott J. op. cit., p. 1-6.

¹³LOOMIS, Carol J. Hard times come to hedge funds, cit., p. 100-140.

¹⁴A SEC é a agência estatal autônoma do governo dos Estados Unidos, responsável pela regulamentação, fiscalização e policiamento das leis e regulamentos a respeito dos valores mobiliários, bolsas de valores e mercados eletrônicos de valores mobiliários naquele país.

¹⁵Id. Ibid., p. 100.

venda a descoberto e outros instrumentos por vezes inovadores,¹⁶ direcionado a um numero restrito de investidores, com altas remunerações baseadas principalmente nos resultados e contando com isenções regulamentares que permitiam agilidade e liberdade de atuação e movimentação na gestão de seus ativos.

Nas décadas seguintes, houve grande desenvolvimento dos mercados financeiros e de seus instrumentos, incluindo os mercados de futuro, opções e derivativos, bem como avanços nas telecomunicações e na tecnologia de informática. Esses progressos propiciaram acesso ágil a quem quisesse ingressar em diferentes mercados e o surgimento de novas formas de análise e gestão de ativos. Tais avanços, aliados ao crescimento dos mercados financeiros, foram determinantes na expansão dos *hedge funds*, não só no mercado norte-americano, mas, também, como veremos mais adiante neste capítulo, em muitas outras jurisdições.

Não se sabe ao certo qual o volume do patrimônio atualmente gerido pelos *hedge funds* ao redor do mundo, talvez por conta da relativa dificuldade em se delimitar o que é um *hedge fund* em diferentes jurisdições. Ainda assim, os dados (para o primeiro e segundo trimestre de 2008, respectivamente) variam entre US\$ 1.931.000.000.000,00 (um trilhão, novecentos e trinta e um bilhões de dólares) e US\$ 2.848.000.000.000,00 (dois trilhões, oitocentos e quarenta e oito bilhões de dólares)¹⁷, conforme o método de avaliação. Um crescimento considerável, se levado em conta que a SEC estimou, em janeiro de 1969, a existência de cerca de US\$ 1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de dólares) em ativos geridos pela indústria¹⁸ nos Estados Unidos.¹⁹ Deve-se considerar que já os dados obtidos em 1969 pela SEC não podiam ser considerados como totalmente confiáveis, pois não havia disponibilidade de dados públicos sobre o setor, e os *hedge funds* não eram (como ainda teoricamente não são) obrigados a divulgá-los.

¹⁶Por exemplo, derivativos de crédito, opções de commodities e swaps.

¹⁷INEICHEM, Alexander; SILBERSTEIN, Kurt. *AIMA's roadmap to hedge funds*. Nov. 2008, p. 16. Disponível em: <http://www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm>. Acesso em: 27 nov. 2008. As estimativas apresentadas no trabalho consultado foram fornecidas por empresas terceirizadas especializadas na indústria de *hedge funds*, sendo a primeira a Hedge Fund Research, e a segunda, a Hedgefund.net.

¹⁸In UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Staff Report to the U.S. SEC - *Implications of the growth of the hedge funds*. Sept. 2003. Apêndice A. Disponível em <<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2007.

¹⁹Praticamente o único país em que se haviam identificado os *hedge funds* naquela época, pelo menos de que se tenha notícia.

Por conta de suas características e acesso restrito, os *hedge funds*, diferentemente dos *mutual funds*²⁰ e das demais modalidades de investimentos oferecidas até então, propiciavam a seus investidores um número cada vez maior de estratégias e produtos diversificados. Essa crescente heterogeneidade é avaliada pelos clientes como forma de diversificar seus investimentos, o que pode em parte reforçar a utilização do termo *hedge fund* em sua caracterização.

1.2. Definição genérica de *hedge fund* e sua diferenciação de outros esquemas de investimento coletivos

Em um discurso proferido em 17 de outubro de 2006, Sir Edward John Watson Gieve, então responsável pela pasta de estabilidade financeira do *Bank of England*, o Banco Central Britânico, caracterizou os *hedge funds* “*como uma família – você vê as semelhanças sem encontrar nenhum traço particular em comum.*”²¹

De fato, não há sequer uma definição legal que delimite ou indique com precisão o que seja um *hedge fund*. Tal fato é observável não só no Brasil, como também em todas as jurisdições de que se tem notícia²². Ademais, em todas as obras consultadas ao decorrer do preparo da presente dissertação, apesar de certa consistência no entendimento do termo ou conceituação do tipo de negócio, não encontramos definição pacífica e uniforme. Mas,

²⁰Entende-se aqui o *mutual fund* no contexto do mercado norte-americano, ou seja, como o fundo de investimentos operado por uma administradora devidamente registrada perante a SEC, que levanta dinheiro de seus quotistas e os investe em ações, títulos, opções, mercado de futuros etc. Sua atuação é fortemente regulada por uma série de leis e regulamentos, que limitam níveis operacionais, a utilização de alavancagem e da venda a descoberto e a velocidade de giro de seus ativos. A SEC exige também qualificação e certificação de seus administradores e que se obedecem a padrões de publicidade, dentre outras limitações. A remuneração de quotistas deve ser originada principalmente de dividendos, juros ou ganhos pela venda de ativos valorizados, e há a proibição de se estabelecer remuneração por resultados positivos (taxa de performance) em *mutual funds*, sem que haja contrapartida de perda para os gestores em caso de resultados negativos. Os *mutual funds* são regulados principalmente pelo *Investment Company Act* de 1940, legislação sob responsabilidade de policiamento da SEC.

²¹Tradução livre de “[...] *hedge funds are like a family – you can see the resemblance without finding a single common feature* [...]”. Discurso proferido na conferência HEDGE 2006, em 17 de outubro de 2006. Sua transcrição está em BANK OF ENGLAND. Disponível em: <www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2006/speech285.pdf>. Acesso em: 18 maio 2008.

²²Podemos afirmar que a inexistência de definição legal para o termo *hedge fund* se aplica pelo menos às seguintes jurisdições, além do Brasil: Alemanha, Austrália, Canadá (Ontário e Quebec), Espanha, França, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Jersey, Luxemburgo, México, Países Baixos, Portugal, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos da América. Dados extraídos de INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*. Novembro de 2006. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2008.

como brilhantemente colocado pelo Sr. Gieve, há uma série de características que lhe são peculiares, que distinguem os *hedge funds* dos demais esquemas coletivos de investimento, pelas quais se pode identificar um *hedge fund*.

Antes de passarmos à descrição desses traços característicos, cabe ressaltar que a simples identificação de tais elementos, sejam eles de cunho legal, financeiro, prático ou comercial, não caracteriza um *hedge fund*, e, da mesma forma, boa parcela destes não reúne todos esses traços ao mesmo tempo. Como em uma família, a conjunção de características peculiares, em diferentes concentrações, faz com que veículos heterogêneos sejam reunidos sob um mesmo teto e distinguidos dos demais por suas evidentes semelhanças, e não por um determinado traço característico. A família dos *hedge funds* é a dos fundos alternativos, inovadores, em que há grande liberdade operacional e forte atuação dos gestores. Os elementos que compõem os traços característicos são diversos, presentes em alguns, ausentes em outros. É a percepção do conjunto dos traços familiares pelos agentes econômicos (investidores, bancos, analistas, fundos tradicionais, jornalistas, outros *hedge funds* etc.) que aponta a possível existência dessa espécie diferente, alternativa de fundos.

A delimitação, por sua denominação, *hedge fund*, ou por sua origem histórica, também pode ser causa de confusão para sua caracterização. Entende-se atualmente que um *hedge fund* pode ou não adotar estratégias de proteção de capital, como a palavra *hedge* pode levar a entender. Alguns *hedge funds*, como exemplo, investem somente em ações e em longo prazo. Outros sequer investem diretamente em ativos como ações, mas tão somente arbitram depreciações de mercado, por intermédio de vendas a descoberto, e contratos derivativos²³, nunca detendo efetivamente uma ação sequer. E, a depender da estratégia, quando há ocorrência de vendas a descoberto, estas podem ser utilizadas nas mais variadas concentrações, como exemplo para proteger mais ou proteger menos certas posições compradas, ou para oportunamente aproveitar algum movimento de mercado, de forma habitual ou não.

²³Otávio Yazbek enfrenta a dificuldade de se definir o que seja atualmente um contrato derivativo, subdividindo-os em contratos a termo, contratos futuros, swaps, opções e derivativos de crédito, sem deixar de precisar que ainda assim os derivativos têm “conteúdo variável”, in YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 106 a 129. Citação: p. 128. Eduardo Salomão Neto também aborda o tema de maneira muito competente e pragmático, dividindo os derivativos em três tipos: os swaps, as operações em mercados a termo e futuros, e as opções. in SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005. p. 324 e ss.

Da mesma forma, existem *hedge funds* com altos níveis de alavancagem, bem como existem outros que simplesmente não se utilizam dessa ferramenta. Novamente, entre um extremo e outro, temos alavancagem nas mais diferentes concentrações e frequências.

Ou seja, não se pode extrair a essência do que hoje se entende comercialmente como um *hedge fund* por sua denominação vulgar. A definição, se existir, não decorre de suas origens históricas.

Dos traços originalmente percebidos, há, contudo, um que permanece presente na grande maioria dos *hedge funds*: a forma de compensação e incentivo a seus gestores. A compensação é geralmente baseada em taxas de performance incidentes sobre o valor dos fundos, e por taxas administrativas incidentes sobre a valorização dos ativos no período acertado no regulamento do fundo. A taxa incidente sobre os ativos do fundo é comumente estabelecida entre 1% e 2% do valor total investido, e incide geralmente em frequência anual. Já a remuneração atrelada à apreciação tem como padrão cobrar 20% dos lucros do fundo, mas com diferentes conceitos sobre a base de incidência dessa taxa. A primeira taxa é geralmente considerada como forma de cobrir os custos operacionais do negócio. Já a parcela incidente sobre o lucro é entendida como compensação dos gestores, enquanto houver resultados positivos, bem como se considera uma forma de alinhamento dos interesses entre os investidores e os administradores²⁴.

Outro traço muito característico dos *hedge funds* consiste no fato de que, em sua grande maioria, seus gestores (e muitas vezes, demais funcionários do fundo) investem valores significantes de seu próprio bolso nos fundos que dirigem. Tal característica, aliada ao esquema de remuneração por resultados, faz com que os *hedge funds* sejam muito marcados pelo estilo e conhecimentos específicos de seus gestores. Ou seja, o histórico e habilidades dos gestores compõem um elemento essencial dos *hedge funds*, já que recai sobre os mesmos a responsabilidade de gerar resultados positivos de forma superior aos investimentos tradicionais, podendo valer-se para tanto de variados instrumentos financeiros e operacionais.

Do ponto de vista operacional, a ocorrência de liberdade para que os *hedge funds* possam adotar estratégias de investimento variadas é fundamental. A ausência de restrições

²⁴Em contraste a tal uso, o administrador de um fundo tradicional espera remuneração, ainda que não ocorra valorização dos ativos. Nos Estados Unidos, o *mutual fund* regulado, por exemplo, só pode estabelecer esse tipo de remuneração se houver mecanismo que assegure a correspondente perda em caso de resultado negativo.

legais para a utilização de instrumentos como a alavancagem e a venda a descoberto, a possibilidade de administrar seu caixa de forma flexível, operar no mercado de futuros, comprar e vender derivativos exóticos, entrar em posições e delas sair com rapidez, enfim, operar com liberdade é de fundamental importância na caracterização desses fundos de investimento.

A essa última característica, soma-se o fato de que os *hedge funds* podem cobrir um largo espectro de possibilidades de investimentos na economia. Ou seja, os gestores dos *hedge funds* podem explorar variadas oportunidades com o intuito de alcançar seus objetivos. Tais oportunidades podem incluir, a guisa de exemplo, investimentos em ações, derivativos, mercados de futuro, commodities, investimentos diretos em empresas ou empreendimentos das mais variadas naturezas, entrando em posições e delas saindo em questão de segundos ou de anos. Fundos de ações oferecidos ao público em geral, por exemplo, contam muitas vezes com a obrigação de permanecer investidos em ações num certo quociente da totalidade de seus ativos, ainda que exista iminente tendência de queda dos mercados acionários. Já um típico *hedge fund* atuante em mercados de ações, nessa situação, não contaria com tal limitação, podendo alocar seus ativos da forma que melhor lhe aprouver. O fator determinante para definição estratégica é a capacidade e tecnologia do administrador do fundo.

As restrições, contudo, existem. São por vezes estatutárias, legais, ou de acordo com os usos e costumes do mercado relevante. Mas espera-se que o diferencial de sucesso do *hedge fund* seja a habilidade de seus gestores em aplicar seus conhecimentos e obter resultados positivos, não somente de acordo com as flutuações normais de mercado, ganhando com a valorização, buscando perder menos quando há desvalorização, mas também em obter retornos absolutos, descolados das variações comuns dos mercados securitários.

A diversidade e complexidade dos *hedge funds* não decorre somente de sua regulamentação mais branda, mas também do fato de que seu público alvo é um público mais sofisticado e exigente, que busca nos *hedge funds* meios alternativos de alocação de risco, formas diversificadas de investimentos. E, como já mencionado, buscam-se tais resultados com o emprego de mão-de-obra altamente especializada e motivada.

Há de se notar que a oferta de meios alternativos de investimentos, como é o caso de muitos *hedge funds*, não é somente fruto de uma demanda por retornos financeiros maiores que os dos investimentos tradicionais. As variadas opções e estratégias oferecidas

pelos *hedge funds* também pretendem, muitas vezes, proporcionar retorno absoluto aos investidores, retorno absoluto desvinculado das variações dos índices de mercado. É bastante comum, como exemplo, que os fundos tradicionais e que investimentos comumente oferecidos ao público em geral tenham como parâmetro de sucesso índices de ações²⁵.

Por fim, justamente por conta da grande diversidade de estratégias e da liberdade operacional atribuída aos *hedge funds*, com a conseqüente possibilidade de perdas dos ativos investidos de forma desvinculada dos índices tradicionais de mercado, temos como outro traço marcante a restrição ao acesso de investidores. Como veremos adiante, há restrição de entrada (acesso a investidores) nos *hedge funds* nas jurisdições estudadas, como contrapartida dos riscos inerentes ao negócio, mirando o acesso aos *hedge funds* a investidores capazes de avaliar riscos e vantagens do produto.

Também não é rara a existência, nesse tipo de fundo, de mecanismos estatutários que limitam os riscos de resgates repentinos, estabelecendo períodos de espera para liquidação dos fundos investidos (no jargão da indústria, utiliza-se o termo “*lock up*”), bem como mecanismos de pré-aviso concedidos em favor do fundo, em que os investidores devem informar com determinada antecedência a intenção de resgatar sua participação (“*advance notice*”). Esses mecanismos são normalmente defendidos pelos gestores como forma de se conferir estabilidade ao patrimônio líquido do fundo, permitindo que se tracem estratégias que seriam inalcançáveis caso houvesse repentino resgate por parte dos investidores.

Em resumo do quanto visto, temos que os *hedge funds* têm as seguintes características peculiares:

- Liberdade para o gestor propor e perseguir as mais diversas estratégias de investimento;
- Disponibilidade de variados instrumentos financeiros (alavancagem, derivativos etc.), podendo o gestor investir ou retirar-se de posições especulativas de forma muito ágil e elástica;

²⁵No Brasil, temos o exemplo do índice IBOVESPA, que mede a variação dos valores de uma cesta de 60 ações no tempo, representativas da maioria das ações diariamente transacionadas no Brasil, ou de seu par nos Estados Unidos da América, o índice Standard & Poor's 500, que mede uma cesta de 500 ações escolhidas por relevância, liquidez e tipo de atividade, dentre outros fatores, transacionadas na bolsa de valores de Nova Iorque e na NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), as duas maiores bolsas de valores daquele país.

- Grande espectro de possibilidades de investimentos, nos mais variados campos da economia, para além das tradicionais ações e commodities;
- O *hedge fund* pode investir tanto diretamente em ativos (compra de ações, por exemplo), como simplesmente especular com base em instrumentos financeiros, como o da venda a descoberto ou contratos derivativos;
- Estruturas de remuneração baseadas em relevantes taxas de performance, incidentes sobre os resultados, e taxas de administração menores, incidentes sobre o *quantum* investido;
- Busca por retornos absolutos, *i.e.*, descolados de índices tradicionais;
- Normalmente contam com investimentos de partes relevantes dos capitais de seus gestores; e
- Acesso restrito a investidores, por conta dos potenciais riscos, freqüente iliquidez e sofisticação, porém contando com liberdades operacionais mais extensas do que as dos fundos oferecidos ao varejo.

1.3. Breve panorama interjurisdicional - estudos da IOSCO e da EFAMA

Como vimos no início desta exposição, o primeiro *hedge fund* de que se tem notícia originou-se nos Estados Unidos da América, ali deu seus primeiros passos, multiplicou-se e constitui maior mercado em termos de volume financeiro. Com a relativa integração, ou pelo menos aumento na interação, entre os mercados financeiros mundiais na segunda metade do século XX, o fenômeno transbordou para outras jurisdições. Não é difícil imaginar que gestores de esquemas coletivos de investimento em outros países tenham tido notícia do sucesso e lucratividade dos *hedge funds* norte-americanos, e adotado, cada um conforme seu ambiente, aquelas características que tenham reputado mais interessantes ou viáveis. Com isso, a “família” dos *hedge funds* foi se estabelecendo paulatinamente em outros mercados financeiros e jurisdições.

Dois estudos comparativos auxiliam o entendimento da extensão da problemática dos *hedge funds* em diversas jurisdições.

O primeiro foi emitido em novembro de 2005 pela *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA)²⁶, congregação de 24 associações nacionais privadas da indústria europeia de fundos de investimentos, além de 42 membros corporativos²⁷. O estudo, denominado “*Hedge Funds Regulation in Europe – a comparative survey*”, divide-se em duas partes. A primeira parte, que mais interessa para os fins da presente dissertação, apresenta informações a respeito da atual situação normativa dos *hedge funds* em oito países europeus,²⁸ extraída de questionários respondidos pelas associações nacionais. A segunda parte, de natureza conclusiva e propositiva, critica a fragmentação normativa comunitária a esse respeito.

Saltam aos olhos algumas conclusões interessantes relativas à situação normativa dos *hedge funds* nos países analisados. De plano, temos que cada país analisado identifica os *hedge funds* de acordo com critérios próprios. No entanto, todos reconhecem tratar-se de esquemas coletivos de investimento, claramente diversos dos demais tipos de investimentos financeiros²⁹.

Na Alemanha, denominam-se *Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken* (*hedgefonds*) (fundos com riscos adicionais – *hedge funds*) ou *Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken* (com limite); na Espanha, *Fondos de Inversión Libre* (fundos de investimentos livres). Na França, apesar da ausência de definição legal específica³⁰, reconhecem-se os seguintes como *hedge funds*: *OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières) Aria Simple* (ou organismos de investimentos em valores mobiliários simples), *OPCVM Aria à Effet de Levier* (com alavancagem), *OPCVM Aria de fonds alternatifs* (de fundos alternativos) e *FCIMT*, ou *Fonds Commun d'intervention sur les marches à terme* (fundos de mercados futuros). Na Itália, são conhecidos como *fondi speculativi*, ou fundos especulativos. Em Luxemburgo, os *hedge*

²⁶EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. *Hedge funds regulation in Europe - a comparative survey*. Nov. 2005. Disponível em: <<http://www.efama.org/30Documents/05Regulatoryenvironment/EFAMA%20Documents/hedgefundsregulationsurvey/documentfile>>. Acesso em: 03 set. 2007.

²⁷Conforme informações fornecidas pela própria associação, seus membros administram EUR 13.5 trilhões em ativos, dos quais cerca de EUR 7.3 trilhões são administrados por cerca de 51.000 fundos de investimentos (base março de 2008), dentre os quais muitos *hedge funds*. EFAMA. Disponível em: <http://www.efama.org/index.php?option=com_content&task=view&id=25&Itemid=58>. Acesso em: 21 out. 2008.

²⁸São estes a Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Suécia e Suíça.

²⁹EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. *Hedge funds regulation in Europe - a comparative survey*, cit., p. 5.

³⁰A denominação OPCVM - *Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières*, juntamente com suas subdivisões, decorre de classificação proposta e utilizada pela *Autorité des marchés financiers*, a autoridade francesa que regula os mercados financeiros. Nesse sentido, vide RIASSETTO, Isabelle; STORCK, Michel. *OPCVM*. Paris: Joly Ed., 2002. p. 2.

funds são amplamente reconhecidos na prática e podem ser constituídos tanto em sua forma societária, como uma *SICAV – Société d’Investissement à Capital Variable* (sociedade de investimentos com capital variável), como em sua forma contratual, por meio de um *Fonds Commun de Placement* (fundo de investimento comum). Na Suécia, não há qualquer denominação normativa ou regulamentar, recaindo os *hedge funds* na denominação genérica de *Specialfonder* (fundos não harmônicos³¹). Na Suíça, são também classificados pelas autoridades como fundos “de outra natureza”, com riscos especiais. Finalmente, na Irlanda, simplesmente não há qualquer qualificação específica, sendo os *hedge funds* reconhecidos por suas características intrínsecas³².

O estudo aponta que, dentre tais esquemas de investimentos, existem dois contextos normativos diferentes, equilibrando a liberdade de atuação dos administradores com a oferta dos fundos ao público. No primeiro grupo, temos as legislações que não estabelecem limites operacionais aos administradores, mas, no entanto, restringem fortemente ou simplesmente não permitem a oferta pública dos *hedge funds*. Tal é o caso da Itália, da Alemanha no caso do *Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken*, da França (para os *Fonds Commun d’intervention sur les marches à terme*) e da Irlanda, também para um grupo de esquemas de investimentos específicos. Já num segundo grupo, a oferta pública é possível, mas, no entanto, é contrabalanceada por restrições operacionais impostas aos administradores na gestão dos fundos. Assim ocorre na Alemanha (*Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken*), em Luxemburgo, na França (no caso dos OPCVM) e na Irlanda (em fundos especificamente configurados para oferta pública).

Como conseqüência do acima constatado, o estudo da EFAMA também conclui que os *hedge funds* possibilitam a utilização de “*técnicas sofisticadas de gestão, tais como vendas a descoberto, alavancagem, contratos derivativos*”³³, no entanto reconhecendo que tais poderes diminuem à medida que existe a possibilidade de oferta pública a investidores, ainda que tais restrições sejam de forma e intensidade variadas, de acordo com cada país.

Outra conclusão interessante, extraída do estudo em questão, consiste no fato de que as regras de acesso a investidores também não são homogêneas. Certos países, como a

³¹Entende-se como fundo não harmonizado aquele que não seja conforme a normativa européia que regula a oferta de esquemas de investimentos coletivos entre os países membros. Para maiores detalhes, vide a introdução sobre os *fondi speculativi* na Itália desta dissertação.

³²EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. *Hedge funds regulation in Europe - a comparative survey*, cit., p. 11 e 12.

³³Tradução livre do seguinte trecho: “[...] *sophisticated management techniques, such as short selling, leverage, derivatives contracts* [...]” Id. *Ibid.*, p. 6.

Alemanha e Luxemburgo, não estabelecem limites qualitativos ou quantitativos para acesso de investidores. Já a Itália estabelece somente um limite quantitativo, de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) para acesso aos *Fondi Speculativi*, sem qualquer pré-requisito qualitativo, sendo ainda o único país dentre os investigados a estabelecer limite máximo de investidores: duzentos. França e Irlanda contam com restrições qualitativas e quantitativas, a depender do tipo de veículo e suas restrições. Por outro lado, observou-se certa harmonia quanto às regras de publicidade frente aos investidores, entre os *hedge funds*. Em todo caso, é de interessante nota o fato de que há uma preocupação maior nos níveis de transparência exigidos quando da informação dos riscos associados aos *hedge funds*, se comparados com os demais produtos financeiros.

O segundo estudo, de similar valor para a compreensão normativa do fenômeno, foi conduzido pela *International Organisation of Securities Commissions – IOSCO*, intitulado “*The Regulatory Environment for Hedge Funds – a Survey and Comparison*” e publicado em novembro de 2006³⁴. A IOSCO congrega as autoridades securitárias de diferentes países, admitindo as agências privadas de auto-regulação de forma suplementar, nas situações em que não exista corpo estatal de tal natureza no país em questão³⁵. O estudo, também em formato de perguntas e respostas, foi feito com base nas respostas de 20 membros da IOSCO, representando um total de 18 países: Alemanha, Austrália, Brasil, Canadá (Ontário e Quebec), Espanha, Estados Unidos da América, França, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Jersey, Luxemburgo, México, Portugal e Suíça.

A primeira conclusão que sobressai do estudo da IOSCO é a dificuldade na obtenção de dados e na comparação dos dados obtidos, uma vez que, conforme o relatório, as “*jurisdições identificam os hedge funds diferentemente, e dados podem ser difícil obtenção, à medida que tais fundos não são regulados*”³⁶. Ou seja, a já reconhecida falta de homogeneidade na identificação do que seja um *hedge fund* também resulta na dificuldade em se compararem as informações normativas e econômicas submetidas pelas autoridades consultadas.

³⁴INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*, cit.

³⁵A exemplo da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, da U.S. Securities and Exchange Commission, a SEC, nos Estados Unidos da América e da *Commodities and Futures Trading Commission - CFTC*, outro corpo estatal de cunho regulatório norte-americano.

³⁶Tradução livre de “*jurisdictions identify hedge funds differently and the data can be difficult to obtain to the extent such funds are unregulated*” In INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*, cit., p. 5.

Nenhuma das jurisdições estudadas define os *hedge funds* de forma detalhada ou específica. No entanto, a IOSCO propõe, a partir das definições de cada jurisdição, que se identifiquem os *hedge funds* pela ocorrência de ao menos uma de suas características particulares, incluindo a possibilidade de alavancagem, altas taxas de remuneração por resultado, restrições temporais à liquidação dos ativos pelos investidores, investimentos pessoais dos administradores no próprio fundo, uso de derivativos e de vendas a descoberto, grande variedade de estratégias, bem como a constatação da existência de riscos e de produtos sofisticados em maior frequência que em outros tipos de investimento³⁷.

O estudo afirma que a maioria das jurisdições, de uma forma ou de outra, autoriza os esquemas coletivos de investimentos regulados a se utilizarem das estratégias características dos *hedge funds*. Outra constatação reside no fato de que há jurisdições que criaram tipos normativos para acomodar as atividades típicas de *hedge funds*, como no caso da Itália ou de Portugal. Em outras jurisdições, por outro lado, estruturas não específicas existentes são utilizadas, por conta de suas características, para acomodar as estratégias de fundos que são então identificados como *hedge funds*. O Brasil é citado como exemplo, pois, apesar de não haver definição formal de *hedge fund*, os Fundos Multimercado são utilizados para acomodar a categoria, já que tal tipo normativo “*é similar aos hedge funds, pois tais fundos são definidos por terem políticas de investimento que envolvem diversos fatores de risco.*”³⁸

Analogamente ao estudo da EFAMA, a IOSCO conclui que existem diferentes limitações aos *hedge funds*, seja em acesso a investidores, seja em limitações operacionais impostas normativamente em diferentes intensidades. Propõe-se a existência de três tipos básicos de regulação. A primeira consiste na autorização de oferta pública a investidores, em que há uma clara opção em se requerer qualificação especial dos gestores ou administradores. A segunda seria a proibição de oferta pública a investidores. A terceira, híbrida, nada mais é que a autorização de oferta pública dos ativos dos fundos a investidores, requerendo, no entanto, que os *hedge funds* disponibilizem maior quantidade

³⁷INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*, cit., p. 5.

³⁸Nas própria resposta da Comissão de Valores Mobiliários ao questionário da IOSCO, o Fundo Multimercado “[...] *is most similar to hedge funds since such funds are defined as having an investment policy that involves various risk factors.*” Tradução livre do texto. Id. *Ibid.*, p. 6.

de informações para sua colocação no varejo.³⁹ O que interessa dessa classificação é a observação das diferentes abordagens estatais frente ao problema da oferta pública de produtos financeiros teoricamente mais arriscados, como no caso genérico dos *hedge funds*.

Em termos gerais, o comitê da IOSCO responsável pelo estudo reconhece a existência de similaridade nas soluções normativas referentes aos *hedge funds* adotadas pelos países estudados, e naquelas jurisdições em que os mesmos não são diretamente regulados, há pelo menos regulação indireta (por intermédio de seus gestores ou administradores, como no caso britânico)⁴⁰. Não se trata de instrumentos desprovidos de regulação estatal, mas sim de instrumentos regulados e organizados, que, contudo, contam com liberdade operacional para adotar suas estratégias alternativas.

Por fim, houve a preocupação em se angariarem dados relativos a reclamações por fraudes relacionadas aos *hedge funds*. Reconhece-se que no caso dos Estados Unidos da America, o crescimento da quantidade de fundos dessa natureza coincide com um substancial aumento nos casos de litígios por fraude, em sua maioria contra os gestores dos fundos⁴¹.

Novamente, no estudo da IOSCO temos a identificação dos *hedge funds* por meio da constatação da existência de certas características:

*“Um hedge fund é um esquema coletivo de investimento (CIS), comumente reconhecido como um produto financeiro alternativo, por conta do estilo de gestão empregado e dos tipos de riscos adotados na estratégia de investimento. Os hedge funds são geralmente flexíveis quanto a suas estratégias de investimento – eles podem adotar posições compradas ou vendidas, utilizar derivativos para fins especulativos e empregar a alavancagem para assim deter mais ativos. Além de comprar ativos na expectativa de que valorizem, os hedge funds podem empregar estratégias de venda a descoberto, apostando na queda do valor de um ativo. Os hedge funds também podem tomar dinheiro emprestado para alavancar ativos e multiplicar posições tomadas. Esses fatores tornam as estratégias dos hedge funds mais complicadas que as dos CIS tradicionais. Os hedge funds adotam usualmente estilos ativos de gestão. Portanto, a habilidade dos gestores dos hedge funds é muito importante para o resultado do fundo. Como resultado, os hedge funds normalmente cobram taxa de performance baseada em resultados.”*⁴²

³⁹INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*, cit., p. 13.

⁴⁰Id. Ibid., p. 9.

⁴¹Id. Ibid., p. 11.

⁴²“A hedge fund is a collective investment scheme (CIS) commonly recognised as an alternative investment product because of the management style employed and the types of risks adopted within the investment

Ambos os estudos demonstram o reconhecimento público e privado da existência do fenômeno, bem como a preocupação das autoridades em estabelecer parâmetros para a integração dos *hedge funds* nas respectivas normas estatais. Reconhece ainda que o fenômeno possa ser determinado e identificado por suas características extrínsecas, não por pré-determinação normativa.

strategy. Generally hedge funds are flexible in their investment strategy – they can take long and short positions, use derivatives for speculative purposes and use leverage to gear assets. In addition to buying assets in the hope that their value will rise, hedge funds may use short-selling strategies that rely on an asset decreasing in value. Hedge funds may also borrow money to leverage their assets and gear their positions. These factors make the investment strategies of hedge funds more complicated than those of traditional CIS. Hedge funds usually adopt an active investment style. Therefore the skill of the hedge fund manager is highly important to the performance of the fund. Hedge funds often charge performance-based fees as a result.” Tradução livre do texto. Id. Ibid., p. 12.

2. HEDGE FUNDS NO DIREITO NORTE-AMERICANO

2.1. Conceituação de *hedge funds* nos Estados Unidos da America

Não há definição oficial, legal, estatutária ou definitiva do que seja um *hedge fund* nos Estados Unidos, berço da indústria de *hedge funds*, local de seu desenvolvimento, relevância, e até o presente o mais importante mercado (em todos os aspectos) desse tipo de esquema.

Isso não significa que não se reconheça sua existência. Pelo contrário, as autoridades norte-americanas reconhecem que não há definição formal para os *hedge funds*, mas ainda assim os distinguem como esquema típico de investimentos, não regulado, mas com características que os distinguem dos demais.

Corroborando o acima afirmado, temos alguns exemplos de reconhecimento das autoridades sobre a ocorrência de *hedge funds* como espécie de esquema de investimentos.

Em abril de 1999, alguns meses após a quebra de um *hedge fund* denominado Long Term Capital Management⁴³, um grupo de trabalho constituído por quatro entes estatais, o Departamento do Tesouro (*Department of Treasury*), o Banco Central Norte-Americano (no caso representado pelo *Board of Governors of the Federal Reserve System*), e as autoridades norte-americanas responsáveis pela fiscalização, regulação e policiamento do mercado de valores mobiliários (a SEC) e do mercado de mercadorias e futuros (a *Commodity Futures Trading Commission – CFTC*), emitiram um parecer ao presidente dos Estados Unidos a respeito do episódio, comentando também aspectos gerais dos *hedge funds*.

Nesse relatório, aquele grupo de trabalho assim define o termo *hedge fund*:

*“O termo “hedge fund” é comumente empregado para descrever uma variedade de tipos diferentes de veículos de investimento que têm certas características em comum. Ainda que não tenha definição legal, o termo compreende qualquer veículo coletivo de investimento que seja organizado privadamente, administrado por gestores profissionais, e não seja oferecido ao público em geral.”*⁴⁴

⁴³Para mais detalhes sobre o caso LTCM, referir ao item 2.15.1 abaixo.

⁴⁴No original, lê-se: *“The term “hedge fund” is commonly used to describe a variety of different types of investment vehicles that share some similar characteristics. Although it is not statutorily defined, the term*

Em outro estudo⁴⁵, comissionado em 2003 pelo então presidente da *Securities and Exchange Commission* ao seu pessoal, também se reconheceu que o termo *hedge fund* “*não tem definição legal precisa ou definição universalmente aceita*”⁴⁶. Mais à frente, e durante todo o relatório, esse estudo busca delimitar o termo por meio das características básicas dos *hedge funds*, aí incluindo as societárias, as estratégias de investimento, bem como as peculiaridades dos investidores típicos.

Esses e todos os demais estudos e publicações analisadas a respeito nos levam a concluir que os *hedge funds* são reconhecidos nos Estados Unidos por uma série de características próprias, que os separam dos demais tipos de esquemas de investimentos. Tais características são tanto estruturais (tipos societários, isenções regulatórias etc.) como práticas (estratégias de investimentos variadas, liberdade operacional), algumas já abordadas acima, e outras a seguir apresentadas. No entanto, não há uma só característica que lhes seja particular, inclusive as legais.

Ressalva-se que suas características formais são, no entanto, decisivas para que esses fundos possam usufruir de isenções regulatórias existentes no Direito Norte-Americano, permitindo assim a existência das liberdades operacionais que lhes são peculiares.

2.2. Estruturas aplicáveis

A grande maioria dos Estados norte-americanos é signatária do *Uniform Limited Partnership Act*, espécie de lei uniforme que rege a *limited partnership* naqueles Estados que a adotam. Em geral, tais regras são uniformemente aplicadas em todo o país, com variações de menor importância de Estado para Estado, conforme a versão adotada ou de acordo com eventuais alterações e revisões que cada Estado introduziu quando da adoção da lei uniforme.

encompasses any pooled investment vehicle that is privately organized, administered by professional investment managers, and not widely available to the public.” Tradução livre. PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*. Apr. 1999. Disponível em: <<http://treas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf>>. Acesso em 13. Set. 2006.

⁴⁵Em Inglês, “[...] *has no precise legal or universally accepted definition* [...]” Tradução livre. In UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Staff Report to the U.S. SEC - *Implications of the growth of the hedge funds*, cit.

⁴⁶Id. Ibid., p. viii.

Em todo caso, a *limited partnership* é um tipo societário, sendo constituída por um ou mais *general partners*, que são os sócios responsáveis pela administração da empresa. Tais *general partners* respondem pessoalmente pelas dívidas da empresa⁴⁷. É também constituída por um ou mais *limited partners*, que por sua vez são os sócios que contribuem com o capital da sociedade, gozando de seus frutos, geralmente na forma de dividendos. São distintos dos *general partners* por não tomarem parte na direção da sociedade e, mais importante, por não responderem pelas dívidas da sociedade, para além do capital investido e dos lucros não distribuídos⁴⁸.

A maioria dos *hedge funds* é constituída na forma de *limited partnerships*, e não como *limited liability companies*, principalmente pelo fato desta última forma societária ser relativamente recente no Direito Norte-Americano (tendo sua gênese principalmente na década de 1980). Ademais, a *limited liability company* não oferece vantagens significantes em relação à *limited partnership* no que interessa aos *hedge funds* e, em sua essência, é muito similar a este último tipo. Sua grande distinção, sob a ótica que nos interessa, é que o *general partner* conta com proteção patrimonial em relação às dívidas da sociedade, diferentemente do *general partner* na *limited partnership*. No entanto, como veremos adiante, numa típica estrutura de *hedge fund* norte-americana, o *general partner* é representado por pessoa jurídica imune a esse efeito, de forma a afastar a responsabilidade patrimonial da pessoa física do administrador do fundo.

Na maioria das vezes, o *general partner* (pessoa física ou jurídica) é o efetivo administrador do fundo. No entanto, por vezes as responsabilidades societárias e de administração do fundo podem ser separadas em duas entidades diferentes, sendo o *general partner* desprovido das responsabilidades de gestão dos fundos investidos. Nesses casos, a sociedade contrata um terceiro para agir como gestor do *hedge fund*, determinando

⁴⁷A seção 404 do Uniform Limited Partnership Act estabelece o que segue: “(a) *Except as otherwise provided in subsections (b) and (c), all general partners are liable jointly and severally for all obligations of the limited partnership unless otherwise agreed by the claimant or provided by law.*”

(b) *A person that becomes a general partner of an existing limited partnership is not personally liable for an obligation of a limited partnership incurred before the person became a general partner.*

(c) *An obligation of a limited partnership incurred while the limited partnership is a limited liability limited partnership, whether arising in contract, tort, or otherwise, is solely the obligation of the limited partnership. A general partner is not personally liable, directly or indirectly, by way of contribution or otherwise, for such an obligation solely by reason of being or acting as a general partner. This subsection applies despite anything inconsistent in the partnership agreement that existed immediately before the consent required to become a limited liability limited partnership under Section 406(b)(2).”*

⁴⁸Por sua vez, a seção 303 do Uniform Limited Partnership Act informa: “*An obligation of a limited partnership, whether arising in contract, tort, or otherwise, is not the obligation of a limited partner. A limited partner is not personally liable, directly or indirectly, by way of contribution or otherwise, for an obligation of the limited partnership solely by reason of being a limited partner, even if the limited partner participates in the management and control of the limited partnership.*”

contratualmente as responsabilidades, poderes e remuneração desse terceiro. Ao contrário do que se possa imaginar, tal solução contratual não serve somente para afastar esse administrador das responsabilidades pessoais das eventuais dívidas da sociedade, mas também para conferir vantagens tributárias aos gestores, conforme as particularidades das legislações tributárias locais.

Como já mencionado, a aparente falta de preocupação pelo fato de o *general partner* ser responsável pessoalmente pelas dívidas da sociedade decorre do fato de que tais *general partners* são pessoas jurídicas numa estrutura típica de *hedge fund* nos Estados Unidos da América. Para estes, não se utiliza mais a forma da *limited partnership*, que não confere aos seus controladores a proteção patrimonial almejada, mas sim pessoas jurídicas sob formas societárias que permitam a limitação da responsabilidade patrimonial de seus controladores, por exemplo, uma *limited liability company*.

2.3. Estruturas domésticas e offshore

A estruturação societária dos *hedge funds* nos Estados Unidos da América depende, ainda, de qual a jurisdição em que se encontra o *hedge fund*. Apesar da obviedade da afirmação, esta é relevante, tendo em vista que muitos *hedge funds* detidos, investidos e administrados por norte-americanos têm sua sede legal em outros países ou jurisdições, comumente com tributação favorecida.

Esses fundos estabelecidos em outras jurisdições ou, como no jargão financeiro, estabelecidos *offshore*, são tipicamente organizados como *corporations*, tipo societário com traços similares à nossa sociedade anônima, em jurisdições como as Ilhas Cayman, Ilhas Virgens Britânicas, Bahamas, Panamá, Antilhas Holandesas, Irlanda e as Bermudas. A escolha da *corporation* nesses casos é explicada pelo fato de que as autoridades norte americanas consideram esse tipo de organização social como transparente para fins fiscais.⁴⁹

⁴⁹O conceito de entidade transparente é assim explicado pelo professor Heleno Taveira Torres: “[...] será considerada como entidade transparente, para fins puramente fiscais, quando a legislação permitir que o Fisco desconsidere a separação existente, passando a qualificar as atividades de produção de rendimentos como atribuídas diretamente às pessoas proprietárias ou controlantes da entidade: os sócios. [...]” In TÔRRES, Heleno Taveira. *Pluritributação internacional sobre as rendas de empresas*. 2. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001. p. 207.

A atratividade em se utilizar uma estrutura *offshore* reside na vantagem tributária que certas pessoas ou entidades norte-americanas podem perceber, ao investir num *hedge fund*. Pessoas ou entidades que contam com fortes isenções tributárias nos Estados Unidos da América, tais como fundos de pensão, fundações, fundos beneficentes ou estrangeiros isentos de tributação nos Estados Unidos, optam por investir em veículos *offshore*, pois, se investissem em veículo local, sujeitar-se-iam à desvantajosa tributação, apesar de seu status⁵⁰.

Outro fator que é levado em consideração por muitos investidores estrangeiros é o da confidencialidade conferida por tais fundos *offshore*. Ainda que o investidor estrangeiro seja isento da maioria dos tributos norte-americanos, fazendo com que os custos adicionais de uma estrutura-espelho *offshore* em princípio não façam sentido, dada a escolha entre o fundo local e o fundo *offshore*, tal investidor escolherá a estrutura *offshore*, pois assim evita que as autoridades tributárias e regulatórias norte-americanas tomem conhecimento de seus investimentos. No entanto, os *offshore hedge funds* geridos por entidades norte-americanas se reservam o direito de divulgar os dados de seus investidores para aquelas autoridades, em conformidade com as regras de combate à lavagem de dinheiro a que se sujeitam esses gestores nos Estados Unidos. Assim, essa proteção é relativizada: o gestor do fundo *offshore* não precisa divulgar periodicamente às autoridades fiscais norte-americanas os dados dos investidores, mas somente quando houver requerimento específico para tanto, baseado em suspeita de ocorrência de crime de lavagem de dinheiro.

O *hedge fund* norte-americano estabelecido *offshore* geralmente contrata o gestor norte-americano para tocar o dia a dia de seus investimentos, mediante a típica compensação por desempenho, bem como mediante o pagamento da já mencionada taxa de administração. Os serviços administrativos são geralmente contratados na jurisdição do fundo, cabendo a tais administradores atividades como avaliar os ativos do fundo, manter os livros e registros do fundo, processar os pedidos de investimento e de resgate bem como manter em dia a contabilidade do *hedge fund*. Apesar de toda a sua estrutura societária e administrativa não se localizar nos Estados Unidos da América, esses *hedge funds* são considerados como norte-americanos por questões práticas: o elemento essencial,

⁵⁰Em certos casos, as regras tributárias norte-americanas estabelecem que tais pessoas ou entidades isentas serão tributadas caso adotem estratégia de investimento que implique mútuo financeiro, por conta de certo “*unrelated business taxable income*”, ou seja, tributação por negócio não relacionado com seus objetivos. Tal tributo, estatuído na seção 514 do *United States Tax Code*, outra compilação de leis federais, desta vez de natureza tributária, pode ser evitado caso esse investimento seja efetuado em estruturas *offshore*, ou seja, fora dos Estados Unidos da América.

caracterizador do fundo, o gestor, está nos Estados Unidos. E o gestor, além de ser o principal caracterizador, chamariz do fundo e orquestrador da estratégia de investimento, acumula a função de desenvolver relacionamento com o cliente, bem como a de captação de novos investidores.

De qualquer maneira, a distribuição para entidades norte-americanas dos produtos de tais *hedge funds* estabelecidos *offshore*, ainda que privada, permanece sujeita a regras federais antifraude e deve obedecer às regras de registro das leis securitárias norte-americanas. O gestor é também sujeito às regras atinentes à sua atividade naquele país.

Finalmente, fica a ressalva de que a estruturação de *hedge funds* em outras jurisdições implica naturalmente a sujeição da estrutura estabelecida *offshore* às regras e regulamentos da respectiva localidade. Jurisdições como as Ilhas Virgens Britânicas e as Ilhas Cayman, por exemplo, ainda que contem com facilidades tributárias e regulatórias, são atualmente centros de prestação de serviços financeiros que zelam por suas reputações, e, dessa forma, contam com, por exemplo, regras avançadas de proteção a investidores, assim como com regras de combate à lavagem de dinheiro alinhadas às melhores práticas internacionais a esse respeito⁵¹.

2.4. Isenções regulatórias características

A adoção de uma estrutura societária típica de um *hedge fund* norte-americano implica o cumprimento de uma série de leis e regulamentos, objetivando, ironicamente, atender a determinados padrões que o isentam da tipificação de *investment company*, tipo especial e altamente regulado de empresa (representado, por exemplo, pelos *mutual funds*, fundos de investimentos oferecidos ao público, que devem atender a estritas regras operacionais e societárias).

Caso o veículo societário utilizado por um *hedge fund* não obtenha tais isenções específicas, sujeitar-se-á a uma série de obrigações sofisticadas, complicadas e custosas. Por exemplo, uma dessas regras determina que as sociedades classificadas como

⁵¹Como exemplo, em 2005 o Fundo Monetário Internacional emitiu um relatório favorável às práticas de combate à lavagem de dinheiro adotadas nas Ilhas Cayman. Vide INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Country Report No. 05/91. Cayman Islands: assessment of the supervision and regulation of the financial sector.* Mar. 2005. p. 6. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr0591.pdf>>. Acesso em: 03 maio 2008.

investment companies devam ter um órgão similar a um conselho de administração, composto de pelo menos 75% de membros independentes. Outras regras incluem a divulgação de suas estratégias de investimento, que só podem ser alteradas mediante aprovação dos sócios. Existem ainda restrições e controles estritos impostos a tais sociedades quanto ao emprego de alavancagem e de vendas a descoberto, dentre outras⁵².

Tais regras, e mais importante para o presente estudo, tais isenções, estão previstas no *Investment Company Act*, lei norte-americana de aplicação federal, ou seja, aplicável em todos os Estados daquele país, promulgada em 22 de Agosto de 1940. Essa lei foi criada para organizar os fundos de investimentos e bolsas de valores norte-americanos e, assim, isolar os investidores de potenciais conflitos com tais empresas, de forma a mitigar e eliminar condições que afetem negativamente o interesse público e o interesse dos investidores⁵³. Para fins de referência, nota-se ainda que tal lei federal tem suas disposições inseridas no *United States Code*, código que reúne, e de tempos, em tempos atualiza a legislação pública federal⁵⁴.

Nos termos de tal regulamento, especificamente em sua seção 3(a)(1)(a), uma *investment company* é definida como uma emissora de valores mobiliários (*securities*), cujo principal propósito é investir, reinvestir ou negociar valores mobiliários. Mais adiante, na mesma legislação, sua seção 3(a)(1)(c) especifica que a *investment company*, além de ter como propósito principal o negócio de investimento, reinvestimento e negociação de valores mobiliários, detém ou propõe deter investimentos em valores mobiliários equivalentes a 40% ou mais de seu ativos, excluídos depósitos em dinheiro e títulos emitidos pelo Governo Norte-Americano. Pode-se afirmar que a maioria dos *hedge funds* atende a esses requisitos.

Uma vez estabelecido quem se sujeita a essa regulamentação, ou seja, como são delimitadas as *investment companies*, o corolário da *Investment Company Act* quanto à proteção dos investidores é o da divulgação de informações relevantes pelas *investment*

⁵²A restrição à alavancagem é, por exemplo, estabelecida no *Investment Company Act*. Tal restrição se encontra codificada no *United States Code* (U.S.C.), título 15, seção 80(a), 18(f). Vide próxima nota a respeito do *United States Code*.

⁵³Nos termos da lei, "*mitigate and [...] eliminate the conditions [...] which adversely affect the national public interest and the interest of investors*".

⁵⁴O *United States Code* (U.S.C.) compila e codifica as leis federais norte-americanas permanentes (não inclui, por exemplo, disposições orçamentárias ou temporárias), Sistematiza as leis promulgadas daquele país em títulos temáticos, de forma que, por vezes, disposições de uma mesma lei podem ser separadas em "*titles*". O título que nos interessa é o 15, que trata de *Commerce and Trade*, e, nesse título, sua subdivisão, o capítulo 2D – *Investment Companies and Advisers*. Portanto, ao mencionarmos o *Investment Company Act*, por vezes se indica sua codificação no *U.S.C.* para referência, apontando-se a seção de interesse.

companies (como os fundos de investimento e bolsas de valores). Adicionalmente, estabelece uma série de regras à administração e gestão de tais empresas, incluindo restrições à alavancagem e vendas a descoberto.

Como já demonstrado, é da essência dos *hedge funds* a liberdade operacional atribuída a seus administradores, para que estes possam operar de forma ágil e em variados campos da economia. Caso as sociedades veículo dos *hedge funds* sejam obrigadas a atender a todas as restrições e regras destinadas às sociedades de investimentos comuns, conforme mandam as regras do *Investment Company Act*, perderiam essas características básicas, deixando de oferecer as vantagens competitivas que os caracterizam e os distinguem dos demais tipos de veículos de investimento naquele país, em especial os *mutual funds*.

Assim, os *hedge funds* surgem e operam à margem de tais regras, valendo-se de duas possibilidades de isenção estabelecidas no *Investment Company Act* que os excluem da definição de *investment company*, se devidamente atendidas, mesmo tendo por objeto a gerência de fundos de terceiros. E, ao não mais serem caracterizados como “*investment companies*”, ficam isentos das regras societárias, de supervisão e controle do *Investment Company Act*, não mais precisando publicar informações, divulgar posições e estratégias, ter controles externos e freios internos, entre outros.

A primeira regra que permite tal exclusão é a estatuída na Seção 3(c) (1) do *Investment Company Act*⁵⁵. Tal isenção exclui o veículo de investimentos coletivo que contar com 100 ou menos investidores da definição de “*investment company*” e que não faça oferta pública dos valores que gerencia. Como se poderia imaginar, as autoridades (nesse caso a SEC, que dentre seus objetivos deve supervisionar as sociedades de investimento), estabeleceram uma série de regras para determinar como deve ocorrer a contagem de tais 100 investidores, já que não é incomum que os mesmos sejam pessoas jurídicas, das mais diferentes naturezas (*corporations, partnerships, trusts* etc.).

Isso não significa que em algumas situações mais de uma pessoa possa ser considerada como um só investidor para os fins da Seção 3(c)(1), como no caso de fundos de fundos que detenham menos de 10% de participação societária na sociedade de investimento em verificação⁵⁶. Excluem-se ainda da contagem dos 100 investidores, ou

⁵⁵Título 15 do *United States Code*, §80(a)-8(b).

⁵⁶Essa regra é codificada e faz parte da já referenciada Seção 3(c)(1), em sua subcláusula (a).

menos, *e.g.*, os administradores do fundo, bem como aqueles funcionários que tenham razoável conhecimento da operação (analistas, operadores de mesa etc.).

Por outro lado, existem regras que objetivam integrar, para fins da contagem da regra dos 100 investidores, sociedades de investimentos com características muito similares. Tal regra objetiva repelir a criação de sociedades de investimento espelho, que tenham por finalidade elidir a regra de isenção mencionada neste parágrafo. Os critérios utilizados pela SEC para se determinar quais fundos devem ou não ser integrados para esse fim são determinados jurisprudencialmente, dessa forma comportando certa discricionariedade à autoridade. Basicamente, a SEC busca aferir se as diferenças entre os dois ou mais fundos em escrutínio são suficientes do ponto de vista do investidor, de forma a justificar a existência de dois fundos diversos que se aproveitam da isenção da seção 3(c)(1).

A segunda isenção é a determinada na seção 3(c)(7) do *Investment Company Act*⁵⁷. Tal regra permite a exclusão da definição de *investment company* àquelas sociedades de investimento que contarem com sócios (investidores) considerados como investidores qualificados (*qualified purchasers*). Os critérios para definição de investidor qualificado, nos Estados Unidos de América, são os seguintes: (i) pessoa física ou empresa de família⁵⁸, que detenha US\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de dólares norte-americanos) ou mais em ativos investidos⁵⁹, (ii) um *trust* que conte como beneficiários investidores qualificados, (iii) pessoa que, por conta própria ou de terceiros, detenha e invista mais de US\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares norte-americanos) ou (iv) empresa constituída somente de investidores qualificados ou de empregados de sociedades de investimentos que tenham razoável conhecimento da operação (analistas, operadores de mesa etc.).

Ademais, existem investidores institucionais que, mesmo não sendo proprietários dos fundos em que investem, podem ser considerados como investidores institucionais para os fins da isenção da Seção 3 (c)(7). Tal é o caso de instituições que invistam mais de US\$ 100.000.000,00 (cem milhões de dólares norte-americanos) em ativos que não sejam

⁵⁷Título 15 do *United States Code*, §80(a)-3(c) (7).

⁵⁸Sociedade integralmente constituída e detida por pessoas da mesma família, com estreito grau de parentesco, tal como cônjuges, irmãos, e descendentes em linha direta.

⁵⁹Podem ser considerados como ativos investidos para esses fins moeda, ativos mobiliários (desde que de emissão de empresas não controladas pelo investidor), bens imóveis detidos como investimentos (que não sejam bem de família ou para uso comercial do investidor ou de seus familiares), commodities detidos física ou contratualmente com a finalidade de investimento.

emitidos por suas controladas ou controladoras, bancos que atendam ao mesmo critério e, adicionalmente, possuam capital líquido de pelo menos US\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares norte-americanos), ou ainda corretor registrado que detenha e gerencie essa última quantia para investidores qualificados, para instituições que se enquadrem na presente definição, ou por sua própria conta.

De qualquer maneira, a estrutura societária dos *hedge funds* nos Estados Unidos da América conta com características finalísticas típicas. Essas características, além daquelas acima mencionadas (que objetivam o não-enquadramento do *hedge fund* em certos tipos regulados de veículos de investimentos), são as seguintes: limitação da responsabilidade patrimonial dos investidores, eficiência tributária e flexibilidade e poderes atribuídos aos administradores. Assim sendo, os *hedge funds* constituídos e operados naquele país são organizados seja na forma de *limited partnerships*, seja na forma de *limited liability companies*. Essas duas formas societárias permitem a ocorrência das características acima mencionadas.

2.5. Esquemas de investimento coletivo não caracterizados como *Hedge Funds*

Existem ainda outros esquemas de investimento estruturados nos mesmos moldes societários dos *hedge funds* e que, contudo, não são comercialmente considerados *hedge funds* nos Estados Unidos. Trata-se de esquemas de investimentos com características societárias e regulamentares muito similares às dos *hedge funds*, mas com estratégias de investimento muito específicas e limitadas.

Tal é o caso dos fundos de ativos privados (*private equity*), fundos de capital de risco (*venture capital*), dos consórcios de mercadorias (*commodity pools*), e dos *mutual funds*, fundos mútuos de investimentos, por conta de suas características peculiares a seguir apresentadas.

Os fundos de investimentos regulados (ou seja, classificados como *investment companies*), a exemplo dos fundos mútuos (ou *mutual funds*), são, em muitos aspectos, similares aos *hedge funds*. Ambos são entidades que distribuem participações a investidores, oferecendo aos mesmos a oportunidade de, dentre outras, diversificar seus investimentos e obter vantagens mediante a mutualização de ativos gerenciados de forma

profissional. Ambos os veículos podem investir em tipos similares de valores mobiliários, e podem, inclusive, ter estratégias de investimentos muito parecidas.

No entanto, as sociedades de investimentos reguladas diferem dos *hedge funds* em alguns pontos críticos. Sua diferença mais proeminente é que as *investment companies* são registradas perante a SEC e se sujeitam às extensivas regras previstas no *Investment Company Act*. Suas ofertas de distribuição são quase sempre registradas perante a SEC, devendo também divulgar ao público investidor e às autoridades competentes informações sobre suas estratégias e ativos. Seus gestores devem obrigatoriamente ser registrados perante a SEC, submetendo-se a regras específicas de gestão estabelecidas em legislação especial⁶⁰.

As *investment companies* são geralmente autorizadas a ofertar suas cotas a qualquer investidor, incluindo investidores não qualificados, ou seja, que não tenham conhecimentos sofisticados do mercado financeiro. Isso se dá por conta dos freios e proteções estabelecidos pelas estritas regras societárias e operacionais a que as *investment companies* são sujeitas. Por exemplo, o *Investment Company Act* requer que o fundo calcule o valor de suas quotas, utilizando-se de índices e critérios de mercado⁶¹ (a conhecida “marcação a mercado”). A mesma legislação também limita a utilização de alavancagem⁶², assim naturalmente restringindo as estratégias de investimentos desses veículos.

Já os fundos de ativos privados, também conhecidos como fundos de *private equity*, também contam com as isenções das Seções 3(c)(1) e 3(c)(7)⁶³ para assim serem excluídos das restrições impostas pelo *Investment Company Act*. Esse tipo de fundo coloca geralmente o dinheiro de seus investidores em ativos não negociados em bolsa e de baixa liquidez, por exemplo, comprando participações em empresas operacionais de capital fechado, que não contem com acesso facilitado a investidores.

Dentre as semelhanças dos fundos de ativos privados com os *hedge funds*, podemos citar, além da não-aplicação dos efeitos do *Investment Company Act* por meio das

⁶⁰Estes gestores se submetem ao *Investment Advisers Act*, lei federal inicialmente publicada em 1940, sob responsabilidade regulamentar da Securities and Exchange Commission. O *Investment Advisers Act* encontra-se codificado sob o Título 15, Capítulo 2D, Subcapítulo II do United States Code. Deve-se levar em conta ainda que os diferentes Estados norte-americanos podem contar com legislações complementares que regulam os “*investment advisers*”, conhecidos no Brasil como gestores.

⁶¹Vide Seção 2(a) (41) de referida legislação.

⁶²Como já referido, tal restrição está codificada no United States Code (U.S.C.), título 15, seção 80(a), 18(f)

⁶³Vide item 2.4 acima

isenções legais, o fato de que ambos são oferecidos ao mesmo tipo de público: investidores qualificados, fundos de pensão, bancos, seguradoras, enfim, investidores sofisticados e com fundos suficientes para arriscar em esquemas de investimentos não regulados. Como os *hedge funds* e, pelos mesmos motivos, muitos dos fundos de ativos privados oferecem a esses investidores fundos espelho em outras jurisdições, constituindo também alternativa *offshore* para seus investidores.

Os *hedge funds* e os fundos de *private equity* contam, contudo, com notáveis diferenças em suas dinâmicas. Os fundos de ativos privados caracterizam-se por investir quantias determinadas do capital investido por seus sócios, de acordo com a sugestão do gestor do fundo. O investidor geralmente se compromete a fazer aportes ao fundo em determinado momento, conforme a oportunidade de investimento identificada pelo gestor. Esses fundos tipicamente não guardam quantias relevantes em caixa para efetuar investimentos, mas em alguns casos ocorre um aporte inicial de dinheiro pelos investidores, o qual permanece em caixa até o efetivo investimento em participações societárias. De qualquer maneira, quando o gestor identifica uma boa oportunidade, este “chama” seus investidores para alocarem dinheiro no fundo. Em contraste, o investidor de um *hedge fund* pode decidir quando e quanto deseja investir no fundo⁶⁴. Ademais, os fundos de *private equity* contam com estratégias de longo prazo, cuja liquidação se dá somente ao final do termo especificado nos regulamentos do fundo, com poucas, senão nenhuma oportunidade de saída antes de tal termo, além da venda de sua participação no fundo em mercado secundário, ou mediante a quebra do contrato de investimento (o que pode resultar em multas), nos termos eventualmente determinados pelo regulamento do fundo de participação.

A remuneração dos investidores em um fundo de ativos privados se dá geralmente pela diferença entre o valor investido e a liquidação ou venda do ativo investido, ou, por vezes, mediante distribuição dos ativos aos próprios investidores.

Os fundos de capital de risco, conhecidos nos Estados Unidos (e por conseqüência em muitos outros lugares) como fundos de *venture capital*, têm estruturas societárias e regulatórias muito similares às dos *hedge funds* e às dos fundos de *private equity*. São constituídos para financiar empreendimentos pré-operacionais, ou seja, na fase em que ainda se trata de um projeto, ou nos primeiros estágios de sua existência. Esse projeto pode

⁶⁴Tal investidor deve, contudo, atingir os valores mínimos de investimentos e demais barreiras de entrada estabelecidas no regulamento do fundo.

ser tanto para levantar novo empreendimento, que poderá resultar na criação de uma empresa (*greenfield*), como financiar a pesquisas de mercado e desenvolvimento que podem eventualmente resultar em novos produtos ou mercadorias (*seed money*), ou mesmo investir em um projeto específico dentro de uma empresa já consolidada, que almeje criar novas oportunidades de lucro.

Os *hedge funds* se distinguem dos fundos de *venture capital* e dos fundos de *private equity* por características comuns a estes últimos: contribuições dos investidores quando requerido pelos gestores e natureza de longo prazo. Os gestores desses fundos, ainda em contraste com os gestores dos *hedge funds*, geralmente participam ativamente da administração da empresa investida, seja indicando e supervisionando toda ou parte da administração, seja envolvendo-se no dia a dia do negócio.

A remuneração dos investidores de um fundo de capital de risco ocorre, da mesma maneira que em um fundo de *private equity*, quando o valor de participação na empresa investida supera os valores inicialmente investidos, justificando a realização dos lucros⁶⁵. O que pode ocorrer, por conta de sua natureza, é a realização do lucro pela venda do projeto ainda não operacional (por meio da venda de patentes, de um plano de negócios, de um projeto etc.), o que não ocorre nos fundos de ativos privados.

Tanto o fundo de ativos privados quanto os fundos de capital de risco têm ainda outra característica comum que os distingue dos *hedge funds*: sua duração. Ambos têm geralmente estabelecido contratualmente em seus regulamentos prazos determinados para sua liquidação. Os critérios utilizados para determinar a liquidação podem ser mais ou menos específicos, mas em regra são determinados com base em indicadores de sucesso do empreendimento, seja mediante determinada valorização dos ativos que justifique a alienação dos mesmos para realização de lucros, seja mediante o sucesso ou falha no desenvolvimento de algum novo produto, ou em outro critério determinado no regulamento (por vezes subjetivo, conforme avaliação do gestor, ou mesmo mediante votação dos investidores).

Finalmente, os consórcios de mercadorias⁶⁶ podem ser confundidos com os *hedge funds* (e conseqüentemente também com fundos de *private equity* e de capital de risco). Trata-se de esquema de investimentos em mercadorias (*commodities*) e seus derivativos

⁶⁵Muitas vezes a retirada se dá na forma da alienação dos ativos da empresa investida, seja mediante colocação pública das ações, ou mais comumente mediante a venda privada de participação da(s) empresa(s) investida(s).

⁶⁶São conhecidos nos Estados Unidos sob o nome de *commodity pools*.

futuros, que podem assumir variados tipos societários. A confusão pode ocorrer pois aqueles também contam com as isenções das Seções 3(c)(1) e 3(c)(7), de forma a não serem consideradas *investment companies* para os fins aqui discutidos. No entanto, são facilmente separados dos demais esquemas de investimento aqui apresentados pela concentração em investimentos em mercadorias e futuros, o que justifica sua classificação separada, na tradição do mercado norte-americano. Vale mencionar que os gestores (ou operadores, conforme a denominação que se prefira utilizar) desses consórcios devem ser registrados perante a *Commodity Futures Trading Commission*, ente estatal americano que, à semelhança da SEC, responsabiliza-se pela fiscalização, organização e policiamento do segmento de mercadorias e futuros⁶⁷.

2.6. Outros esquemas de investimento coletivo não caracterizados como *Hedge Funds*

A verificação de que existem esquemas de investimentos com as mesmas características regulatórias dos *hedge funds*, nos leva a crer que estes seriam de fato uma “não-categoria”, ou seja, incluiria tudo que não é classificado como *hedge fund*. Tal entendimento faz sentido do ponto de vista formal, pois de fato os *hedge funds* norte-americanos constituem uma classe não homogênea, reconhecível pela exclusão dos demais esquemas de investimento tradicionais (*mutual funds*, por exemplo) em um universo de esquemas de investimento. Ou seja, desse universo, que inclui fundos de investimentos tradicionais regulados, os fundos de ativos, de capital de risco e os consórcios de mercadorias, seria *hedge fund* todo esquema de investimento alternativo que não se enquadra nos demais.

Essa é, inclusive, a opinião de Richard Bookstaber, autor que trata do assunto:

“Acredito que não exista hedge fund. Hedge funds não é uma classe homogênea que pode ser analisada de forma consistente. O pseudônimo hedge fund/investimento alternativo descreve aquilo que um fundo de investimento não é, e não o que é. O universo dos investimentos alternativos é isso mesmo, o universo. Agrupa todos os possíveis veículos

⁶⁷Apesar dessa distinção tradicional entre *hedge funds* e consórcios de mercadorias, existem *hedge funds* que têm como estratégia, dentre outros, operar em mercadorias e futuros (como ouro, petróleo e soja, por exemplo) Nesses casos, permanece a obrigação do registro do gestor perante a CFTC, já que há a operação em contratos de futuros de mercadorias.

*de investimento e todas as estratégias de investimento possíveis, menos os veículos e fundos de investimento tradicionais.”*⁶⁸

No mesmo raciocínio, poderíamos enquadrar qualquer sociedade, *trust* ou outro esquema dedicado a investir em ativos como sendo um *hedge fund*. Um grupo de colecionadores de vinhos, reunidos com o intuito de aumentar o valor de suas coleções, poderia ser considerado, portanto, como um esquema de investimento alternativo nos Estados Unidos, caindo assim na vala comum dos *hedge funds*. Trata-se, sem dúvida, de um esquema alternativo de investimentos, como muitos outros em que há mutualização para o fim comum de valorização.

A concepção acima faz sentido do ponto de vista do sistema jurídico norte-americano: as já referidas sociedades isentas do *Investment Company Act* podem ser as mais variadas, constituindo, inclusive, o que se pretende classificar como *hedge fund*.

No entanto, reconhece-se ainda assim a existência de certos traços característicos que distinguem os *hedge funds* dos demais esquemas de investimentos.⁶⁹ Tais características são muitas vezes negativas, mas separam, nesse imenso universo, os *hedge funds* dos demais esquemas coletivos de investimento.

2.7. Atores internos e externos

A gestão e administração de um *hedge fund* requer a coordenação de uma série de atores internos e externos, que se dedicam às tarefas de gestão, administração, intermediação financeira, custódia de ativos e demais eventuais serviços. Dentre tais atores, destacam-se os gestores, os administradores e os custodiantes, cujas principais características analisaremos a seguir, tendo sempre em mente que analisamos aqui um típico *hedge fund* nos Estados Unidos. Deve-se levar em conta, no entanto, que as práticas de organização empresarial desenvolvidas nos Estados Unidos formam a base do que se

⁶⁸No idioma original, “*I believe there is no such a thing as a hedge fund. Hedge funds are not a homogenous class that can be analyzed in a consistent way. The hedge fund/alternative investment moniker is a description of what an investment fund is not, rather than what it is. The universe of alternative investments is just that – the universe. It encompasses all possible investment vehicles and all possible investment strategies minus the “traditional” investment funds and vehicles.*” Tradução livre de BOOKSTABER, Richard. Hedge Fund Existential. *Financial Analyst Journal*, v. 59, n. 5, p. 20, set./out. 2003. O mesmo autor segue argumentando nas duas seguintes páginas que analisar os *hedge funds* seria como estudar história moderna excluindo, por exemplo, a França. Portanto, regular tal universo seria como estabelecer uma só regra de trânsito para desde pedestres até jatos comerciais, ou como estabelecer regras de tráfico para todos os meios de transporte, excluindo sedãs médios.

⁶⁹Vide 1.2 acima.

utiliza nos demais países, ainda que tenhamos diferenças regulamentares de jurisdição para jurisdição, alterando por vezes dramaticamente o resultado de processos adotados nos *hedge funds*⁷⁰.

2.7.1. Gestores

Os *hedge funds* norte-americanos são geralmente criados, organizados e gerenciados pelos *investment advisers*, ou seja, “aconselheiros de investimentos”, figura típica na legislação daquele país. A figura do *investment advisor* assemelha-se à do gestor de fundos no Brasil, motivo pelo qual denominamos gestor, neste estudo, o *investment advisor* americano.

Cabe tradicionalmente ao gestor definir e organizar os aspectos societários e contratuais do *hedge fund*, negociar os acordos operacionais com os demais prestadores de serviços, contratar eventual equipe de analistas e demais funcionários, bem como, uma vez estabelecida sua estrutura, buscar clientes e convencê-los a investirem nos fundos.

A natureza e capacidade dos gestores podem ser as mais variadas: desde um pequeno gestor, pessoa física, organizando um *hedge fund* específico singularmente, sem maiores formalidades, chegando até a organizações extremamente sofisticadas, gerenciando bilhões de dólares como auxílio de vários administradores de carteiras, analistas, intermediários ou mesmo advogados, e valendo-se ainda de infra-estruturas complexas (computadores, softwares etc.).

De qualquer forma, a figura do gestor é tipificada no “*Investment Advisers Act*”, lei publicada em 1940. Tal ato normativo foi sistematizado no título 15 do *United States Code*⁷¹, capítulo 2D, seções 80b-20 e seguintes. Os gestores norte-americanos estão ainda sujeitos a outros regulamentos federais esparsos, além de leis estaduais específicas que, obviamente, variam de estado a estado.

⁷⁰Como exemplo, podemos citar a liquidação de contratos de derivativos financeiros. Enquanto no Brasil, por exemplo, existem regras específicas para registro e liquidação desses tipos de contratos financeiros, o mesmo não ocorria até recentemente nos EUA. Como resultado, verificam-se episodicamente problemas de liquidação nesse último país, (vide caso LTCM, discutido adiante no item 2.15.1 do presente estudo), problema mitigado pela existência de intermediação da Bolsa de Mercadorias e Futuros, onde se registram esses tipos de contrato no Brasil.

⁷¹O título 15 do *United States Code* abriga leis de natureza comercial (*commerce and trade*) como os já mencionados *Investment Company Act* e o *Uniform Limited Partnership Act*. O *Investment Company Act* está, inclusive, sistematizado no mesmo capítulo, 2D.

A fiscalização e o policiamento dos gestores recai sobre a *Securities and Exchange Commission*, ou, eventualmente, sobre o órgão estadual norte-americano responsável.

A referida lei federal define o gestor como qualquer pessoa, física ou jurídica que, contra pagamento, atue profissionalmente aconselhando terceiros sobre valores mobiliários, recomende investimentos, compras ou vendas de valores mobiliários, ou que publique ou difunda análises ou relatórios a respeito de valores mobiliários.⁷²

Apesar de a definição acima aparentar ser objetiva, esta definição implica uma série de interpretações. Há, por exemplo, entendimentos jurisprudenciais sobre o que seria considerado compensação, o que pode ser determinado como “*regular business*” etc. Tais pormenores não vêm ao caso, mas nos informam que a matéria é um tanto complexa e requer elevado grau de sofisticação para seu completo entendimento. Ou seja, o simples registro perante as autoridades é tarefa complicada.

Os gestores que sejam enquadrados na definição acima são então obrigados a seguir uma série de procedimentos para que possam obter seus registros perante a autoridade federal ou estadual, conforme o caso e quando aplicável. Na prática, a diferenciação entre um gestor que é registrado somente no Estado de outro que tem registro federal ocorre pela quantia gerida, e, a partir de certo montante, o registro federal sobrepõe-se ao estadual⁷³. Atualmente o valor de transição entre um e outro gira em torno de US\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares), conforme estabelecido no *Investment Advisers Act*⁷⁴.

No entanto, similarmente ao mecanismo de registro das *investment companies*, os gestores norte-americanos podem ser isentos de registro perante a SEC ou o Estado em que operam, caso atendam a outra série de intrincados requisitos. Resumidamente, a regra para isenção de “*investment advisers*” que gerenciem mais de US\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares) pretende que tais gestores possam ser isentos da maioria das obrigações de publicidade, fiscalização etc., caso tenham tido quinze ou menos clientes nos

⁷²Nos termos da própria lei, [...] *for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities* [...]. Tradução livre de excerto do U.S.C, título 15, Capítulo 2D, § 80b-2, subitem 11.

⁷³U.S.C, título 15, Capítulo 2D, § 80b-3(A), subitem (b).

⁷⁴Codificado no U.S.C, título 15, Capítulo 2D, § 80b-3(A), subitem (a)(1)(a).

doze últimos meses, não aconselhem outras empresas de investimentos e não se apresentem ao público (*i.e.* façam publicidade) como gestores de investimentos⁷⁵.

Novamente, a definição de cliente, para os fins normativos acima descritos, não é simples. Na contagem, um *hedge fund* constituído na forma de pessoa jurídica, como uma *limited partnership*, por exemplo, pode ser considerado como um só cliente perante o gestor, desde que a gestão de ativos desenvolvida seja voltada para a entidade como um todo⁷⁶, e não individualizada para cada sócio da mesma. Ademais, se o gestor for não residente nos EUA, somente deverá contar como clientes os investidores residentes, desconsiderando-se assim todos os investidores estrangeiros (como as empresas *offshore*, mesmo que detidas por americanos)⁷⁷.

Caso a isenção mencionada seja aplicável, o gestor ainda assim tem deveres fiduciários perante seus clientes, conforme estabelecido no *Investment Advisers Act*. Da mesma forma, não poderá elidir as regras antifraude. Ou seja, todos os gestores norte-americanos, registrados ou não perante a SEC ou a autoridade estadual competente, têm dever de fidúcia perante seus clientes, e, naturalmente, também devem abster-se de fraudar os mesmos.

Conforme doutrina norte-americana, pode-se resumir o dever fiduciário de um gestor norte-americano como o dever de agir no melhor interesse de seus clientes, colocando os interesses dos clientes adiante dos seus, devendo lidar de forma justa em todos os aspectos.⁷⁸

Adicionalmente, a legislação federal estabelece, dentre outras, as seguintes condutas como sendo integrantes do dever fiduciário do gestor: independência e razoabilidade nas decisões de investimentos tomadas, lealdade perante seus clientes e

⁷⁵Regras também todas codificadas no título 15 do U.S.C., Capítulo 2D, § 80b-3(A), subitem (b)(3).

⁷⁶Como é de se esperar de um fundo coletivo de investimentos, como os *hedge funds*.

⁷⁷Já as regras atinentes a essas exclusões, apesar de terem sido promulgadas pelo *Investment Advisers Act*, foram codificadas não no já mencionado *United States Code*, mas sim no *Code of Federal Regulations*, espécie de codificação de leis e regulamentos administrativos. As regras ali codificadas expressam a interpretação das diferentes agências governamentais norte-americanas em assuntos que, seja por sua relevância, seja por seu elevado grau técnico, são deixados a cargo destas e não do congresso. Nesse específico caso, a regra está codificada no *Code of Federal Regulations*, § 275.203(b)(3), subitem 1(a). Interessante notar que a regra estabelece em seu *caput* que a norma não pode ser interpretada como “*safe harbor*”, ou seja, as autoridades administrativas podem desconsiderar uma empresa que atenda formalmente os requisitos ali estabelecidos caso considerem necessário, sem precisar fazer prova de fraude (mas sem prejuízo de eventual punição à fraude, obviamente).

⁷⁸In FRIESE, Chartsis; HAMMER, Douglas et al. *United States regulation of hedge funds*. Chicago: American Bar Association Publishing, 2005. p. 26.

obtenção das melhores condições possíveis nas operações com valores mobiliários, quando o gestor determina ou recomenda o intermediário financeiro das operações⁷⁹.

Concluimos que na prática tanto o gestor de um *hedge fund* como o próprio *hedge fund* podem isentar-se dos pesados regulamentos impostos pelo “*Investment Company Act*” e pelo “*Investment Advisers Act*”, atuando assim à margem dessas leis.

Como consequência, por um lado há evidente opacidade nessas estruturas, pois basicamente não são escrutinadas pelas autoridades administrativas (a menos que haja motivo para tanto), tampouco ocorre o dever de fornecer informações detalhadas a seus investidores, no tocante às estratégias de investimento, saúde financeira do fundo, ou sobre qualquer outra informação, além daquelas que os gestores queiram espontaneamente divulgar aos investidores.

Por outro lado, há o argumento de que tal liberdade operacional permite a adoção de estratégias eficientes e velozes, de forma a aproveitar oportunidades indisponíveis em estruturas mais engessadas.

2.7.2. Brokers, administradores e auditores

Orbitando os *hedge funds*, existem ainda outros atores, que influenciam e são influenciados pelas operações diárias daqueles, à medida que prestam serviços de intermediação voltados à consecução das estratégias de investimento. Abaixo, segue-se a descrição dos mais relevantes dentre tais atores externos: o *broker*, o administrador e os auditores.

Talvez o mais impactante desses atores externos seja o que oferece serviços de “*brokerage*”. O termo inglês “*brokerage*” pode ser simplificarmente traduzido, em uma de suas concepções, como corretagem. No entanto, na prática, as empresas que prestam serviços de *brokerage* oferecem muito mais do que só corretagem nos Estados Unidos.

Além de fornecerem serviços de corretagem de ativos, essas empresas, geralmente importantes empresas financeiras, como bancos de investimentos, oferecem pacotes de serviços muito extensos aos *hedge funds*.

⁷⁹Tais obrigações, resumidas, foram divulgadas por meio de pareceres administrativos. Vide FRIESE, Chartsis, HAMMER, Douglas et al. op. cit., p. 27.

Como não há nos Estados Unidos um sistema de compensação de ativos mobiliários compulsória, os *brokers* podem também prestar-se ao papel de intermediários entre os eventuais múltiplos corretores e o *hedge fund*, liquidando e arbitrando a compra, venda, aluguel e mesmo empréstimo gratuito de valores mobiliários. Para isso, o *hedge fund* mantém conta com o *broker* (nesse caso, normalmente um banco), que então executa as ordens de compra, venda, aluguel etc., liquidando e arbitrando perdas e ganhos, depositando garantias, liquidando chamadas de margem, à medida que ocorrerem.

O *broker* pode ainda oferecer serviços de empréstimo de ativos, para aqueles *hedge funds* que se utilizam, por exemplo, da ferramenta da venda a descoberto. Usa assim sua influência e poder para intermediar, adquirir ou repassar o direito de aluguel do ativo desejado pelo gestor, que de outra maneira talvez não tivesse oportunidade de acessar tal ativo.

Sempre mediante pagamento de comissões ou outros tipos de remuneração, o *broker* pode também oferecer empréstimos para que os *hedge funds* possam alavancar-se, ou mesmo oferecer garantias bancárias às contrapartes da operação financeira em que este último deseje envolver-se.

Outro serviço que também pode ser prestado é apresentação de potenciais clientes aos *hedge funds*, sincronizando o perfil de investimento do cliente, geralmente investidor qualificado, com a estratégia adotada pelo fundo.

Para os que dele se utilizam, há ainda outros serviços voltados à análise do *hedge fund*: relatórios financeiros periódicos, relatórios de gerenciamento de risco, com base nos ativos custodiados ou declarados, ou outros relatórios técnicos que o gestor queira terceirizar, talvez com o intuito de demonstrar transparência a seus investidores.

Esses e outros serviços (infra-estrutura, avaliação, pesquisa etc.) podem ser prestados tanto por vários *brokers* diferentes, como centralizados em um só prestador de serviços. Esse era o tipo de serviço oferecido pelos *investment banks* norte-americanos, por exemplo, o ora falido banco Lehman Brothers⁸⁰, antes importante *broker*.

As vantagens da centralização são óbvias do ponto de vista prático. Contudo, podem ser perigosas do ponto de vista da dependência do *hedge fund* perante o *broker*. E,

⁸⁰Essa instituição financeira requereu falência perante as autoridades norte-americanas no final de 2008. As atividades de *brokerage* foram então assumidas pelo Banco Barclays, mas não sem grandes prejuízos aos seus clientes, prejuízos ainda nem contabilizados por conta do tamanho da falência e complexidade das operações subjacentes.

em casos de quebra da instituição financeira, como a do acima citado Lehman Brothers, pode simplesmente paralisar as operações de um *hedge fund* dependente da liquidez perante tal banco, o que poderia significar prejuízos intransponíveis.

Do ponto de vista jurídico, é preciso apontar que os serviços prestados pelos *brokers* aos *hedge funds* são regulados contratualmente. Somando-se isso ao fato de que o controle das operações de corretagem, arbitragem, dos derivativos e de muitas outras operações é incipiente nos Estados Unidos, constata-se correlação entre o risco do *hedge fund* e o risco do *broker*, tanto para um quanto para outro, já que, afinal de contas, a relação é de risco e retorno, do ponto de vista do *broker*, e de dependência operacional, no caso da maioria dos *hedge funds*⁸¹.

Os serviços de administração de um *hedge fund* também podem ficar a cargo de terceiros. São entendidos como serviços de administração aqueles serviços de natureza técnica, porém não essenciais para o direcionamento dos investimentos. Nos Estados Unidos, a prática é mais comum em fundos *offshore* geridos por americanos. Os administradores desses fundos, geralmente instituições estabelecidas na jurisdição em que se encontra registrado o veículo de investimentos, oferecem serviços direcionados ao atendimento da legislação local. Podem também oferecer serviços de contabilidade, custódia, registro, bem como assistir o *hedge fund* nos cálculos de taxas, comissões e de valorização das “cotas” do fundo. No caso dos *hedge funds* estabelecidos localmente, alguns desses serviços podem eventualmente ser atribuídos aos *brokers*, como acima explanado, e a maioria dessas tarefas fica a cargo da própria sociedade.

Os *hedge funds*, e para esse fim todas as demais *investment companies* isentas do regulamento da *Investment Company Act*, não são obrigados a contratar auditoria terceirizada para verificação de sua contabilidade.

Assim sendo, a matéria se transfere para uma obrigação contratual, nos termos e condições que estabelecer o regulamento do fundo. Na prática, trata-se de uma escolha do gestor, que estabelece no regulamento do fundo a adoção ou não de auditoria independente, os critérios e padrões a serem adotados, bem como o nível de informação a ser prestado aos investidores⁸².

⁸¹Hipoteticamente, um *hedge fund* com muito poder econômico pode ditar as regras e representar relevante receita de um *broker*, admitindo-se assim dependência deste para com aquele.

⁸²Neste último particular, vide 2.11 *infra*.

Ainda, como os *hedge funds* são geralmente constituídos na forma de *limited partnerships*, a escolha do gestor não se sujeita à ratificação ou escrutínio de qualquer órgão societário. Caso a mesma sociedade estivesse sujeita ao *Investment Company Act*, haveria não só a obrigação da contratação de auditoria independente, mas também a necessidade de ratificação de órgão representativo dos investidores⁸³. A mesma lei também estabelece critérios mais duros para seleção do auditor independente, significando que um *hedge fund* pode contratar empresa de auditoria menos qualificada⁸⁴.

2.8. Visão geral do mercado norte-americano

Como explicado no início deste Capítulo 2, a indústria norte-americana de *hedge funds* floresceu na segunda metade do século XX, passando de um punhado de fundos gerindo alguns milhões de dólares a uma indústria multibilionária, composta de milhares de diferentes *hedge funds* e respectivos fundos de fundos.

Como mencionado no início deste capítulo, estimou-se que, em janeiro de 1970, havia cerca de 150 *hedge funds* operando nos Estados Unidos, todos comandando um total de cerca de US\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de dólares).⁸⁵

Quatro anos depois, em janeiro de 1974, estimou-se a ocorrência de um decréscimo no número de fundos, para 30, operando US\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de dólares). Em 1987, houve então um salto nos valores administrados, que passou a estimar-se em US\$ 20.000.000.000,00 (vinte bilhões de dólares), esparsos em cerca de 100 *hedge funds*.⁸⁶

Na próxima década (de 1990), e até 1997, houve um imenso salto, sendo então estimada a existência de cerca de 3.000 fundos oferecidos nos Estados Unidos,

⁸³Vide, por exemplo, título 15 do U.S.C., Capítulo 2B (trata da proteção a investidores em ativos mobiliários), § 78j-1.

⁸⁴Isso seria obviamente um sinal pouco favorável ao *hedge fund* em questão que quisesse convencer investidores de sua solidez. Ainda assim, muitos se convenceram a investir no *hedge fund* gerido pelo Sr. Bernard Madoff, que confessou em dezembro de 2008 operar esquema de pirâmide em seu fundo, o *Bernard Madoff Investment Securities*, fraudando investidores em mais de US\$ 50.000.000.000,00 (cinquenta bilhões de dólares). Relatos de gestores de fundos de fundos sugerem que tal fundo era auditado por empresa absolutamente desconhecida, certa *Friehling & Horowitz*, alegadamente composta por três auditores desconhecidos. Notícia veiculada em 19 de dezembro de 2008, FORTUNE. Disponível em: <<http://money.cnn.com/2008/12/17/news/companies/madoff.auditor.fortune/index.htm?postversion=2008121808>>. Acesso em: 21 dez. 2008.

⁸⁵LOOMIS, Carol J. Hard times come to hedge funds, cit., p. 100.

⁸⁶LOOMIS, Carol J. Hard times come to hedge funds, cit., p. 100.

administrando cerca de US\$ 130.000.000.000,00 (cento e trinta bilhões de dólares). Em janeiro de 2007, eram cerca de 9.550 *hedge funds*, operando US\$1.535.000.000.000,00 (um trilhão, cento e trinta e cinco bilhões de dólares).⁸⁷

Os métodos de avaliação e contagem do número de *hedge funds* não são pacíficos, da mesma forma que sua própria definição também não é. Existem em alguns casos diferenças de 100%, no tocante aos valores investidos em *hedge funds*, entre dois provedores de informações diferentes⁸⁸.

2.9. Estratégias de investimento

O esforço de classificação dos diferentes tipos de *hedge funds* oferecidos nos Estados Unidos pode ser uma tarefa simplesmente impossível, se levarmos em conta o princípio fundamental que os permeia, da liberdade operacional e da constante busca por novas oportunidades de obtenção de lucros.

Caso ainda se adote a visão de que a classe dos *hedge funds* é simplesmente uma não-classificação, abrangendo todas as sociedades de investimentos que não sejam outras diversamente classificadas, a tentativa de classificar os *hedge funds* em subclasses perderia ainda mais seu sentido. Adicionalmente, a combinação da natureza empreendedora de seus gestores e a liberdade operacional que lhe são atribuídas fazem com que as estratégias e esquemas de investimentos sofram constantes evoluções e inovações.

No entanto, adotando-se o princípio de que existem traços característicos que distinguem os *hedge funds* dos demais, tal classificação se torna mais viável.

Uma das características peculiares dos *hedge funds* é a busca por retornos absolutos, por meio da qual há a busca por resultados positivos em diferentes cenários econômicos, diferentemente dos *mutual funds* registrados e fiscalizados, que classicamente

⁸⁷Tais estimativas foram extraídas da base de dados pública do Hennessee Group, LLC, um gestor de fundos de *hedge funds*, com tradicional participação no mercado de *hedge funds*. Além do aconselhamento a investidores, tal empresa também pesquisa extensivamente a oferta de *hedge funds* no mercado norte-americano, compilando tais informações, em séries históricas inclusive. Os valores apresentados são divulgados publicamente no seguinte endereço: HENNESSEE GROUP. Disponível em: <<http://www.hennesseegroup.com/information/info/Hedge%20Fund%20Assets%20vs.%20Number%20of%20Hedge%20Funds%20graph.pdf>>. Acesso em: 02 out. 2008.

⁸⁸Vide INEICHEN, Alexander; SILBERSTEIN, Kurt. *AIMA's roadmap to hedge funds*. Nov. 2008. p. 16. Disponível em: <http://www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm>. Acesso em: 27 nov. 2008.

buscam acompanhar ou exceder um índice ou classe de ativos⁸⁹. Para tanto, são utilizadas as mais variadas técnicas de investimento, singularmente aplicadas ou utilizadas em todas as suas possíveis combinações⁹⁰.

O já mencionado estudo comissionado pela SEC em 2003, a respeito dos impactos do crescimento dos *hedge funds* nos Estados Unidos,⁹¹ adotou uma classificação tripartida, a seguir resumida. A classificação a seguir deve ser entendida não como uma tentativa absoluta de sistematização de estratégias utilizadas nos *hedge funds*, mas sim como instrumento exemplificativo das formas mais utilizadas pelos gestores para obterem lucros.

A primeira classe de estratégias é a direcional (“*market trend*”) que se subdivide-se em duas. Tais estratégias exploram tendências de mercado em ações, juros ou commodities. A primeira é a “*macro*”, em que há a busca por oportunidades apostando em direcionamentos macroeconômicos, investindo, por exemplo, em moedas ou em derivativos de taxas de juros. A segunda é a denominada *long/short*, que por sua vez explora, mediante combinação de compra e vendas a descoberto, possíveis anomalias nos preços de ativos.

A segunda classe foca em eventos (*event-driven*): aqui há a tentativa de se exploram oportunidades resultantes de acontecimentos pontuais, como falências, fusões ou aquisições, por exemplo. Também se subdividiu tal classe em duas.

A primeira é a de ativos “em perigo” (“*distressed securities*”), em que o gestor do *hedge fund*, utilizando variados instrumentos financeiros, tenta tirar proveito de anomalias nos preços de ativos de empresas que estejam sofrendo ou por sofrer tais eventos.

A segunda é a denominada arbitragem de compra e venda (“*risk/merger arbitrage*”). Os *hedge funds* que a adotam pretendem lucrar com a compra e venda de empresas, tomando posição comprada na empresa alvo (apostando em sua valorização), e posição vendida (ou seja, vendendo a descoberto os ativos visados) da empresa adquirente, em uma operação de compra e venda que se estima que ocorrerá no futuro.

Finalmente, há a classe das estratégias de arbitragem (“*arbitrage strategies*”), que pode ser resumida como sendo a de arbitrar diferenças entre ativos iguais ou similares, mas

⁸⁹Por exemplo, os índices de ações.

⁹⁰Consta, por exemplo, que os fundos *macro* que se utilizaram de modelos matemáticos, os “*systematic macro funds*” obtiveram retornos de incríveis 16,8% em 2008. In THE ECONOMIST, v. 389, p. 8, n. 8.610. *Locked away*. Londres, The Economist Newspaper Limited. 13 dez. 2008.

⁹¹UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Staff Report to the U.S. SEC - *Implications of the growth of the hedge funds*, cit., p. 34-36.

com diferença de preços.⁹² São três as principais subdivisões imaginadas pelos classificadores.

A primeira é a “*convertible arbitrage*”, ou arbitragem de conversíveis. Aqui o intento é o de se apropriar de instrumentos conversíveis em ações, como warrants, debêntures ou outros, que sejam classificados como sendo subavaliados frente ao valor acionário da empresa emissora.

A segunda é a arbitragem de renda fixa (*fixed income arbitrage*), em que a mesma ineficiência entre ativos idênticos ou similares é explorada, porém no mercado de renda fixa (obviamente com menores margens de lucro e menores possibilidades de perda).

Já os *hedge funds* classificados sob a estratégia da arbitragem estatística (*statistical arbitrage*) aspiram oferecer rendimentos a seus investidores mediante utilização de modelos matemáticos aplicados ao mercado financeiro, acreditando que os preços objeto do investimento devam seguir uma tendência histórica.

2.10. Políticas de investimento: a busca por retornos absolutos e outras considerações

Como lembrado no item precedente, uma das características dos *hedge funds* é a busca por retornos absolutos. A idéia de que possa existir lucratividade, ainda que o mercado de ações esteja em queda, é certamente um grande atrativo para os possíveis investidores dos *hedge funds*. Como vimos, muitas das estratégias empregadas pelos *hedge funds* oferecidos nos Estados Unidos levam a crer que exista tal possibilidade, e o fato de muitos investidores qualificados aplicarem nas últimas décadas largas quantias em tais estratégias é, sem dúvida, comprovação suficiente⁹³.

Os *mutual funds* e demais *investment companies* registrados nos termos do *Investment Company Act* certamente não contam com a mesma flexibilidade que os *hedge*

⁹²Podemos imaginar grandes empresas que tenham ações negociadas em duas bolsas de valores e cujos preços não sejam idênticos. A estratégia consistiria então em comprar ou vender a descoberto (arbitrar) tais ações, na expectativa de que os preços atinjam um equilíbrio no tempo. O mesmo pode ser empregado não só em ativos de empresas idênticas, mas também aqueles que tenham algum tipo de correlação, por exemplo, ações de empresas petrolíferas que não tenham valorizado como as demais de seu setor.

⁹³Os mais recentes números relativos à indústria de *hedge funds* divulgados pelo já mencionado Hennessee Group, LLC indicam que as perdas dos fundos que aplicam em tais estratégias foram significativamente inferiores às perdas indicadas por tradicionais índices de ações norte-americanos. Como exemplo, vide HENNESSEE GROUP. Disponível em: <<http://www.hennesseegroup.com/indices/returns/year/2008.html>>, tabela comparando tais índices tradicionais (S&P 500 ou Dow Jones) com *hedge funds* de várias estratégias.

funds podem ter. Como vimos, o *Investment Company Act* limita muito a alteração de estratégias de investimentos das sociedades não isentas. A grande maioria das restrições nesse sentido são auto-impostas pelos próprios *advisers*, quando da redação do regulamento do fundo.

Tal engessamento, ainda que contornável, faz com que os investidores de *investment companies* registradas reconheçam melhor os riscos que o gestor pode tomar, mas diminui a capacidade do gestor em adotar estratégias alternativas (por exemplo, aumentar as vendas a descoberto) em tempo hábil para acompanhar as variações de mercado.

Nota-se aqui que o *Investment Company Act* não limita a utilização das estratégias mais agressivas, mas, sim, requer o consentimento dos investidores para que ocorram mudanças nas estratégias permitidas pelos regulamentos.

Na outra mão, temos os *hedge funds*. Como no caso das sociedades registradas sob o *Investment Company Act*, as limitações quanto à utilização de estratégias de investimento (quando existirem) são acordadas contratualmente, com sensível diminuição das limitações legais por vezes aplicáveis às sociedades reguladas, por exemplo, restrições temporárias impostas pela SEC quanto a níveis de exposição a posições vendidas.

Mesmo diante dessa grande liberdade, o gestor de um *hedge fund* deve ainda assim cumprir com suas responsabilidades fiduciárias, abster-se de cometer fraude etc. Existem ainda outras limitações impostas pela SEC, por exemplo, a proibição de vendas a descoberto sem que o locador do ativo detenha efetivamente o ativo alugado (regra inserida sob o *Securities Exchange Act* de 1934, denominada regra “SHO 203”, em 7 de setembro de 2004). É sem surpresa, contudo, que um *hedge fund* pode isentar-se de tal limitação, caso atenda a certas condições⁹⁴.

Ao contrário do que se possa deduzir, muitos *hedge funds*, na prática, têm em seu regulamento limitações quanto à alavancagem, níveis de endividamento máximos ou mesmo, por vezes, limitação à utilização de instrumentos derivativos, a depender das estratégias específicas de cada um deles. Tais regras naturalmente extrapolam as condições mínimas estabelecidas em lei para o desenvolvimento das atividades dos *hedge funds*.

⁹⁴É o exemplo daquela codificada no *Code of Federal Regulations*, § 240.10(a), subitem 1(e)(7), que dispõe sobre de vendas para contas especiais de arbitragem (*special arbitrage account*).

No entanto, é comum aos regulamentos dos *hedge funds* a possibilidade de que sejam efetuadas alterações em tais limitações sem a necessidade de prévia consulta ou aprovação dos investidores. Tal possibilidade é defendida como sendo uma ferramenta que possibilita não só o aproveitamento de oportunidades não disponíveis ou vislumbradas anteriormente, mas também uma forma de proteger o investimento nos casos em que uma limitação contratualmente estabelecida possa diminuir ou de outra forma prejudicar os valores confiados aos gestores.

Esse tipo de liberdade, que ocorre por conta das isenções que permitem aos *hedge funds* não cumprirem com as limitações do *Investment Company Act*, constituem poderosa aliada dos gestores para que possam atingir seus objetivos de retornos absolutos prometidos pela indústria.

2.11. Informações a investidores

As leis norte-americanas (no caso, a *Securities Exchange Act* e o *Investment Company Act*) determinam que os ofertantes de valores mobiliários devam apresentar uma exaustiva série de informações aos seus potenciais clientes⁹⁵.

No entanto, aos *hedge funds* não se impõe tipicamente tal regra, pois estes se valem de isenções específicas a esse respeito. A seção 4(2) do *Securities Exchange Act* de 1934 indica quais são as condições para que o *hedge fund* possa isentar-se de tais obrigações. Talvez a mais relevante dessas regras seja a que exclui dessas obrigações a pessoa que não faz ofertas públicas (oferecendo abertamente ao público quotas do fundo), evidentemente o caso dos *hedge funds* aqui caracterizados. Além disso, a regra 506 (*Rule 506*), da mesma lei, expressa não haver necessidade de que os investidores qualificados recebam qualquer material informativo a respeito de fundos de investimentos.

No entanto, nenhuma das isenções acima desobriga qualquer *hedge fund* das regras antifraude. Assim, os *hedge funds* foram incentivados a estabelecer como prática prudencial o fornecimento de informações escritas a seus investidores, seguindo a praxe e

⁹⁵Tais informações estão esparsas na legislação e dependem de uma série de fatores, como o tipo de ativo oferecido e estratégias a serem adotadas, tipo de documento oferecido ao cliente etc., Por conta da extensão e complexidade do assunto e por conta do objetivo do trabalho, o detalhamento de tais regras de informação não vem ao caso no presente estudo.

regras impostas às sociedades reguladas, mas de uma forma mais branda e adaptada aos diferentes estilos e estratégias de investimentos de cada um deles.

Dessa forma, a oferta de documentos de colocação privada (em Inglês, *private placement memoranda*, ou *private offering memoranda*) é comum. Constitui importante forma de avaliação pelos investidores e meio de proteção contra potenciais acusações de fraude contra os gestores. São oferecidos, como o nome sugere, antes do investimento (colocação). Apesar de variar de caso a caso, na prática espera-se que esses documentos ofereçam dados tais como: as estratégias gerais de investimento, a ressalva de que o gestor pode investir em ativos ilíquidos ou de difícil avaliação, potenciais conflitos de interesse, qualificações mínimas para acesso de investidores e indicação dos eventuais prestadores de serviços (auditores, *brokers* etc.) contratados.

Outro documento a que os investidores têm acesso é o contrato social da empresa, uma vez que nos Estados Unidos o investidor é sócio do *hedge fund*. O investidor tem assim informação sobre os limites e responsabilidades societárias dos *limited partners* (investidores) e dos *general partners* (tipicamente, o gestor), bem como toma conhecimento de eventuais classes de sócios.

Além desses documentos, mas de forma mais limitada, alguns *hedge funds* podem oferecer, periodicamente, relatórios variados aos seus clientes. Dentre tais relatórios, existem os que indicam quais são os tipos de ativos investidos, suas respectivas concentrações na carteira etc. Interessante notar que não há qualquer obrigação nesse sentido, mas ainda assim muitos *hedge funds* oferecem tal informação, apesar do argumento (por vezes válido) de que em alguns casos abrir ao mercado tais posições pode prejudicar estrategicamente algum esquema de investimento inovador ou que dependa de sigilo para seu sucesso.

Esses relatórios, como dito, podem variar imensamente na qualidade e quantidade de informações. É bastante comum, ainda nos *hedge funds* mais opacos e pouco transparentes⁹⁶, a utilização desse canal de informação com os quotistas como importante forma de relacionamento com seus investidores.

⁹⁶Vide INTERNATIONAL ASSOCIATION OF FINANCIAL ENGINEERS. Hedge fund disclosure for institutional investors. Jul. 27, 2001. Disponível em: <<http://iafe.org/html/upload/IRCCConsensusDocumentJuly272001.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2007. O relatório em questão foi preparado pelo comitê de avaliação de risco a investidores da associação, comitê este formado por bancos comerciais, bancos de investimentos, *mutual funds*, *hedge funds*, universidades, empresas, *brokers*, seguradoras e outras associações de classe de grande peso nos Estados Unidos (por

Por fim, é cabível supor que a opacidade acima mencionada não é necessariamente negativa. Existem bons argumentos para sustentar que a abertura das posições investidas pelos *hedge funds* pode, sim, prejudicar o bom andamento e consecução da estratégia de investimento dos mesmos. Conforme concluiu em 2001 a *International Association of Financial Engineers*, naqueles *hedge funds* que podem prejudicar-se com a divulgação de suas posições de investimento, poderia ser suficiente a divulgação de dados sumarizados sobre as posições adotadas (sem revelar quais são) e da saúde financeira do fundo, caso sejam observados certos padrões de qualidade na informação prestada (conteúdo suficiente, detalhamento de dados financeiros, frequência e atualidade do relatório). Esse tipo de precaução se aplica para *hedge funds* que sejam sensíveis à revelação de suas posições, como é caracteristicamente o caso dos que adotam estratégias *macro* e de *risk arbitrage*, como exemplo.⁹⁷

2.12. Comissões, taxas e custos

Outra marcante característica dos *hedge funds* norte-americanos, que se difundiu globalmente, é a forma de compensação de seus gestores.

A forma de compensação proposta por Alfred W. Jones, o qual é atualmente reconhecido como o primeiro *hedge fund*, em que se incentivava o sucesso do fundo mediante compensação por resultado, é ainda hoje o fundamental motor dos *hedge funds*.

A outra forma básica de compensação dos gestores é a taxa de administração (*management fee*), que é entendida como a maneira que o gestor tem de cobrir os custos do fundo. Essa taxa é o resultado de um percentual (geralmente 1% ou 2%) retido anualmente, incidente sobre o total dos valores investidos. A depender da base dessa taxa (ou seja, do tamanho do *hedge fund*), esta pode representar uma quantia considerável, ainda que os custos gerenciais de um *hedge fund* bilionário, ou seja, com larga base para incidência de tal taxa, não sejam desprezíveis.

Ainda assim, o maior incentivo dos *hedge funds* é a compensação por resultados. A taxa de incentivo cobrada pelo A. W. Jones & Co. em 1952, de 20% sobre os ganhos

exemplo Bank of America, Fidelity Investments, Massachusetts Institute of Technology, o Banco Mundial, Delta Airlines etc).

⁹⁷Vide item 2.9 acima.

líquidos do fundo, é ainda hoje a mais utilizada. As grandes diferenças ocorreram na forma de cálculo do sucesso no tempo.

Existem, entre outros, dois mecanismos muito utilizados no cálculo da apreciação dos ativos do fundo para os fins do cálculo da taxa de incentivo.

O primeiro é o mecanismo de “marca d’água”. A grande maioria dos *hedge funds* adotam esse mecanismo, que consiste resumidamente em atingir valores mínimos para que o gestor possa fazer jus à compensação. Em geral, os valores mínimos são o resultado do percentual aplicado sobre a variação positiva da apreciação dos ativos do fundo entre dois momentos determinados. As bases dessas “marcas” são, ainda, muitas vezes “zeradas” quando de sua medição. Assim o gestor não se aproveita de uma apreciação ocorrida no passado, pela qual já tenha sido remunerado⁹⁸.

Utilizados em menor escala, há ainda mecanismos de barreira (*hurdle rates*), que garantem aos investidores um mínimo de valorização antes que os gestores possam iniciar a cobrança de taxas de incentivo. Tal limite pode ter vários critérios de incidência, por exemplo, regra em que, uma vez atingido o nível mínimo requerido, este deixa de existir, ou mesmo que tal percentual incida sobre parte dos investimentos etc.

Essa taxa de incentivo, como indica o nome, pode vir a incentivar o gestor a tomar riscos desnecessários, motivo que justifica em parte outra característica marcante dos *hedge funds*: investimentos relevantes por parte do gestor no próprio fundo. Isso é percebido como forma de alinhamento entre as aspirações dos investidores e os incentivos pessoais dos gestores perante o fundo.

2.13. Investimento, permanência e resgate

Há outra característica que sobressai na prática dos *hedge funds* norte-americanos. Esses fundos muitas vezes estabelecem mecanismos em seus regulamentos, objetivando limitar os períodos de resgate dos quais os investidores podem lançar mão.

⁹⁸Pois, na suposição de não haver tal corte, em um fundo fechado, que tem ativos sempre se valorizando o gestor aproveitar-se-ia não só da apreciação do último período, como também daquela pela qual já foi compensado. É também fórmula que permite a atração de novos investidores durante a vida do *hedge fund*, que seguramente não terão interesse em compensar o gestor por valorizações passadas.

Comumente, os gestores sugerem um período inicial em que os investidores devem manter os valores inicialmente investidos. Não raro, a depender da estratégia e capacidade de convencimento do gestor, esse período é de dois anos. Essa restrição é justificada pela necessidade de tempo para que o gestor atinja certos objetivos, na estratégia de investimentos do *hedge fund* em questão. No entanto, uma vez que a atratividade do investimento (do ponto de vista do investidor) diminui à medida que tal período de restrição aumenta, reconhece-se que, quanto menos for renomado o gestor, quanto menores suas credenciais etc., menores as probabilidades de se impor um período extenso. Por outro lado, os *hedge funds* que gozam de boa reputação, ou que, de alguma forma, convencem seus investidores da importância de haver um período de permanência mínimo, podem contar com a segurança de que o capital permanecerá investido por um tempo determinado, conferindo estabilidade para consecução da estratégia visada. Um prazo de permanência comumente encontrado em *hedge funds* norte-americanos é o de dois anos.

Outro mecanismo de que lançam mão os *hedge funds* é o estabelecimento de regras de pré-aviso para que o investidor possa resgatar o valor de sua quota investida, como no caso do *lock-up*. O mecanismo deve ser contratado pelo *hedge fund* em seu regulamento. Nesse caso, o investidor deve avisar o ente competente (o gestor ou o administrador do fundo, conforme o caso) de sua intenção de resgatar parte ou a totalidade dos fundos, mediante notificação prévia (“*advance notice*”). O investidor poderá encontrar ainda barreiras, como períodos pré-estabelecidos para liquidação⁹⁹, bem como valores mínimos para resgate. Esse aviso de retirada muitas vezes se coordena e complementa o *lock-up*, contribuindo para a estabilidade do fundo.

Por fim, é relevante mencionar que, diante da grande liberdade conferida aos *hedge funds* e a seus gestores, muitas vezes há reserva no regulamento permitindo a revogação, sem pré-aviso e mesmo à revelia dos investidores, das regras de resgate, ocorrendo suspensão por tempo indeterminado. Esse tipo de exceção é geralmente justificado nos próprios regulamentos como forma de proteção do *hedge fund*, podendo ser ativado a critério do gestor, para evitar grandes saques e, conseqüentemente, perdas aos investidores remanescentes.¹⁰⁰

⁹⁹Não raro tais “janelas” para resgate ocorrem em períodos trimestrais ou mesmo anuais.

¹⁰⁰A utilização desse mecanismo de trancamento geral não é obviamente bem vista pelos investidores, o que justificaria certo temor na sua utilização pelos gestores. No entanto, a crise global de crédito no segundo semestre de 2008 ocasionou episódios de trancamento de fundos, em escala antes nunca vistas. Mais,

2.14. Alavancagem

Outra característica que sempre se destaca nas discussões sobre *hedge funds* é sua habilidade em utilizar a ferramenta de alavancagem financeira, objetivando ampliar seus lucros.

Como já explicado no início deste segundo capítulo, a alavancagem consiste na razão entre a dívida financeira do *hedge fund*, e seus ativos.¹⁰¹

No caso dos *hedge funds*, a alavancagem pode ser utilizada como importantíssima ferramenta para aumentar as possibilidades de ganho em uma posição. Nas estratégias de arbitragem, por exemplo, é fundamental para que se atinjam remunerações significativas.

No entanto, já foi também evidenciado que, além de haver necessidade do pagamento de principal e dos juros, uma posição alavancada perdedora pode aumentar as perdas dos investidores, de forma assimétrica ao capital investido.

A quantidade de alavancagem necessária aos *hedge funds* depende basicamente da estratégia por eles empregada. Os *hedge funds* com estratégias *macro*, ou os que pretendam aproveitar-se de oportunidades em arbitragem de renda fixa, constituem exemplos típicos em que se justificam certos níveis de alavancagem. Outros, como os que aplicam em ativos em perigo (“*distressed securities*”), justificam tal estratégia em menor maneira.

Existem basicamente duas limitações aos *hedge funds* no uso de alavancagem. A primeira é aquela contratualmente estabelecida perante seus investidores, bastante comum. A segunda é ditada pela necessidade de liquidação periódica, níveis mínimos de crédito ou de oferecimento de garantias impostas aos *hedge funds* (ou aos seus *brokers*) pelos mutuantes, atrelada à vontade desses mutuantes em oferecer o empréstimo. Ou seja, relaciona-se com o limite de crédito do *hedge fund*, perante seus intermediários, e do apetite destes em assumir o risco.

alguns gestores, além de não permitirem o resgate, cobraram a taxa de permanência nos fundos como se nada tivesse acontecido. Tudo de acordo com o regulamento! Vide THE ECONOMIST, v. 389, n. 8.610. *Locked away*, cit., p. 87.

¹⁰¹Para uma interessante abordagem sobre a utilização da alavancagem pelos *hedge funds* e seus impactos, vide BERTELLI, Ruggero. *Financial leverage: risks and performance in hedge fund strategies*. Jan. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1030400>>. Acesso em: 29 jun. 2008.

2.15. *Hedge Funds* norte-americanos em crise

2.15.1. O caso Long Term Capital Management

O debate sobre o crescimento e impacto dos *hedge funds* no mercado norte-americano teve grande destaque com o caso da espetacular quebra do *hedge fund* Long Term Capital Management L.P., (ou abreviadamente, LTCM), no outono de 1998.¹⁰²

O LTCM era um grande gestor de *hedge funds*, criado em 1994, por John Merriwether, responsável pela mesa de arbitragem de títulos de renda fixa do Banco Salomon Brothers, em Nova Iorque, mesa famosa na época por sua rentabilidade. A empresa em si era uma *limited partnership*, constituída em Delaware e sediada no Estado de Connecticut (tradicional sede de muitos *hedge funds*). A empresa gerenciava e alimentava seu fundo *offshore* nas Ilhas Cayman, conforme prática comum adotada até hoje.

Sua fama era ainda mais notável, pois dentre os *investment managers* daquele fundo havia dois vencedores do prêmio Nobel, os economistas Myron Scholes e Robert C. Merton, dividindo a premiação em Ciências Econômicas em 1997, por um trabalho relacionado ao mercado de capitais.

A principal estratégia de investimento do LTCM visava aproveitar-se de diferenças entre ativos de renda fixa com características semelhantes, mas com margens estimadas descoladas (*fixed income arbitrage*).¹⁰³ Como a estratégia envolvia tipicamente pequenas margens, o LTCM utilizava-se de alavancagem financeira para aumentar seus lucros. A estratégia parecia funcionar muito bem, pois, em 1995 e em 1996, o fundo alcançou rendimento anual de cerca de 40%, mesmo após a retenção de todos os custos e taxas sobre o capital investido. Em 1997, o lucro líquido foi de pouco menos de 20%.

Em agosto de 1997, o balanço do fundo apresentava aproximadamente US\$ 126.400.000.000,00 (cento e vinte e seis bilhões e quatrocentos milhões de dólares)

¹⁰²O caso é detalhadamente relatado no livro LOWENSTEIN, Roger. *When genius failed: the rise and fall of long-term capital management*. New York: Random House, 2001. Outra fonte básica para o episódio é o PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*, p. 11.

¹⁰³Vide item 2.9 acima.

em ativos, com um capital próprio de cerca de US\$ 6.700.000.000,00 (seis bilhões e setecentos milhões de dólares), representativo de seus investimentos, refletindo uma alavancagem de 19:1.¹⁰⁴ O balanço era reflexo de imensas posições tomadas em títulos estatais e mercados acionários, bem como em derivativos. Em agosto de 1998, pelo mesmo cálculo, o índice de alavancagem daquele *hedge fund* alcançava a impressionante razão de 25:1.¹⁰⁵

No entanto, o episódio da crise russa, disparado em 17 de agosto de 1998, assustou os mercados, fazendo com que houvesse uma grande migração de posições em mercados de ação ou derivativos para os mercados globais de renda fixa. Assim, de uma hora para outra, houve aumento nas margens entre os mercados de renda fixa, contrariamente à aposta de convergência feita pelo LTCM, em vários mercados. As perdas resultantes do LTCM foram conseqüentemente amplificadas pelo imenso tamanho de suas posições que, em um círculo vicioso, dificultavam a liquidação dos ativos investidos, sem que houvesse ainda mais perdas.

Com o aumento das perdas do LTCM e declínio de seu capital, surgiu então a preocupação de que sua quebra pudesse acarretar a perda de confiança da estabilidade dos mercados financeiros em geral. Havia ainda a preocupação referente aos danos que poderiam ocorrer aos bancos e *brokers* que serviam como prestadores de serviços e mutuantes do fundo.

Para afastar a possibilidade de tais riscos, o Banco Central do Estado de Nova Iorque orquestrou um consórcio de 14 bancos e *brokers*, que investiram adicionais US\$ 3.600.000.000,00 (três bilhões e seiscentos milhões de dólares) no *hedge fund*, obtendo com isso participação de 90% sobre o mesmo. O resgate não contou com dinheiro público, mas ficou patente a preocupação estatal pela atuação e coordenação do mais influente dos Bancos Centrais dos Estados Unidos.

¹⁰⁴Vide PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*, cit., p. 11.

¹⁰⁵Id. *Ibid.*, p. 12.

2.15.1.1. Impacto do caso LTCM sobre os reguladores norte-americanos

Em seguida ao quase-escândalo causado pelo *bail-out* do LTCM, houve a publicação de dois importantes estudos comissionados pelo Governo Norte-Americano.

O primeiro trabalho foi conduzido pelo *General Accounting Office* dos Estados Unidos, espécie de agência do Congresso Americano que controla e supervisiona contas públicas federais. No relatório “*Long Term Capital Management: Regulators Need to focus Greater Attention on Systemic Risk*”¹⁰⁶, igualmente publicado em 1999, a agência estimou que os entes reguladores na esfera federal fracassaram ao não identificarem as falhas nos sistemas de análise de risco utilizados pelo mercado bancário e securitário norte-americano. Concluiu ainda que esses reguladores não coordenaram eficazmente seus esforços para identificação de riscos e relativa intervenção no mercado financeiro.

O segundo, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*¹⁰⁷ foi entregue ao presidente dos Estados Unidos pelo grupo de trabalho composto pelo Departamento do Tesouro (*Department of Treasury*), o Banco Central Norte-Americano (no caso representado pelo *Board of Governors of the Federal Reserve System*), a SEC e a *Commodity Futures Trading Commission*.¹⁰⁸

Dentre as conclusões desse estudo, houve a recomendação de adoção de medidas voltadas a restringir o uso de alavancagem excessiva nos mercados financeiros, maior divulgação de informações sobre *hedge funds* ao público e o pedido de que grandes instituições financeiras e empresas públicas divulgassem suas exposições financeiras a entidades altamente alavancadas, como os *hedge funds*. O relatório também enfatizou a necessidade de aprimoramento dos sistemas de avaliação de risco dos mutuários, para que estes possam emprestar aos *hedge funds* ou outras instituições alavancadas com melhores padrões, diminuindo assim seus riscos de contaminação.¹⁰⁹ Nesse mesmo sentido, houve ainda o reconhecimento de que a responsabilidade pela maioria dos erros percebidos

¹⁰⁶UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE. *Long term capital management: regulators need to focus greater attention on systemic risk*. Oct. 1999. Disponível em: <<http://www.gao.gov/archive/2000/gg00003.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2006.

¹⁰⁷PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*, cit.

¹⁰⁸Vide item 2.1 acima.

¹⁰⁹PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*, cit., p. 31 e 36 respectivamente.

deveria recair sobre a iniciativa privada, mais especificamente sobre os credores, intermediários e investidores, que deveriam impor maior rigor em suas análises e decisões.¹¹⁰

Já a reação legislativa veio por meio de duas propostas de lei federais, que não só visavam aumentar as obrigações de divulgação de informações por parte dos *hedge funds*, bem como pretendiam estabelecer maiores poderes para a SEC em relação à utilização de derivativos por entidades não-bancárias.¹¹¹ No entanto, nenhuma das duas propostas vingou.

Apesar de não ter havido reação legislativa contundente, as autoridades norte-americanas e internacionais com o tempo reconheceram os esforços feitos privadamente (conforme sugerido pelo próprio *President's Working Group*), na forma de melhores práticas e auto-regulação. Foram propostas iniciativas partidas da indústria de *hedge funds*, mirando justamente aumentar níveis de transparência e assegurar maior estabilidade aos mercados financeiros.¹¹²

O Fundo Monetário Internacional, analisando os resultados da auto-regulação resultante do impacto do caso LTCM, concluiu o seguinte:

*“Desde 1998, bancos e prime brokers se aperfeiçoaram no gerenciamento de suas exposições aos hedge funds, bem como em suas práticas de avaliação de riscos e de avaliação de crédito. Melhores práticas surgiram e são agora mais utilizadas. De forma consistente com a implementação do [acordo de] Basileia II, acreditamos que os brokers mais tradicionais e os grandes bancos (e os hedge funds) utilizam métricas de crédito e métricas de mercado mais sofisticadas, e controlam suas exposições a contrapartes, inclusive exposições a hedge funds.”*¹¹³

¹¹⁰Id. *Ibid.*, p. 21.

¹¹¹Para maiores detalhes, vide LEDERMAN, Scott J. *op. cit.*, p. 5-9, cap. 3.

¹¹²Vide, por exemplo, MANAGED FUNDS ASSOCIATION. *Sound practices for hedge fund managers*. Disponível em: <<http://www.managedfunds.org/downloads/Sound%20Practices%202007.pdf>>. Acesso em: 09 out. 2008. Esse guia de boas práticas, voltado para os gestores de *hedge funds*, foi inicialmente proposto em 2000 e, subsequentemente, publicado e aditado em 2003 e em 2005, sendo sua última edição a de 2007.

¹¹³No original, “*Since 1998, Banks and prime brokers have improved their management of hedge funds exposures, as well as their credit and risk management practices. Best practices have emerged and are more broadly adopted. Consistent with Basel II implementation, we find that established brokers and large banks (and hedge funds) are using more sophisticated credit and market metrics to measure and monitor counterparty exposures, including hedge fund exposures*” Tradução livre de FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global financial stability report: market development and issues*. Sept. 2004. p. 55. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/02/index.htm>>. Acesso em: 11 maio 2008.

A conclusão seguinte desse mesmo estudo questiona se ainda assim os entes regulados recebem informação suficiente dos *hedge funds* (em assuntos como alavancagem, por exemplo), propondo o aprofundamento nos estudos das autoridades, visando a um maior entendimento das forças que regem e movimentam essa indústria.

O mesmo comitê federal norte-americano que analisou as conseqüências da quebra do LTCM (o *President's Working Group on Financial Markets*) reafirmou o entendimento de que uma disciplina de mercado positiva poderia ser atingida mediante rigor dos intermediários financeiros dos *hedge funds* em suas análises e práticas desenvolvidas com estes. Tal entendimento deriva dos “dez mandamentos” propostos pelo comitê,¹¹⁴ em que, dentre outros, sugere que os credores e intermediários dos *hedge funds* implementem efetivamente o uso de avaliação (*due diligence*) antes de oferecer crédito aos *hedge funds*, bem como sugere a adoção de acompanhamento das operações de contratos derivativos utilizados com tais créditos.

O novo estudo logo conclui que tais esforços de disciplina de mercado impostas pelos mutuantes e intermediários dos *hedge funds* constituem a melhor maneira de proteger investidores e limitar riscos sistêmicos, quando combinados com melhores práticas de avaliação de risco e de monitoramento, por parte dos investidores e gestores, e com a fiscalização geral pelos reguladores.¹¹⁵

2.15.2. O caso Amaranth Advisors

Outro caso de perdas espetaculares ocasionadas por um *hedge fund* foi protagonizado pelo Amaranth Advisors L.L.C., *hedge fund* norte americano organizado sob a forma de *limited liability company*, criado em setembro de 2000 com capital inicial

¹¹⁴AGREEMENT Among PWG And U.S. Agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital. Disponível em: <http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2008.

¹¹⁵Nas conclusões do comitê, tais medidas “*are the best means of protecting investors and limiting systemic risk.*” Id. Ibid., p. 1.

de US\$ 600.000.000,00 (seiscentos milhões de dólares), e também sediado no Estado de Connecticut¹¹⁶.

Esse fundo obteve gordos retornos em setembro de 2005, por conta de apostas no mercado de gás natural, beneficiados pela passagem do furacão Katrina, na região do Golfo do México. Por conta das opções que havia feito antes do furacão, apostando no aumento do preço do gás, o Amaranth Advisors lucrou a inacreditável quantia de US\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de dólares), pois o desastre natural afetou a produção de gás nos Estados Unidos, pressionando os preços para o alto.

No final de 2005, o fundo contava com capital investido de cerca de US\$ 7.500.000.000,00 (sete bilhões e quinhentos milhões de dólares), sendo considerado por uma agência de informações especializada¹¹⁷ o 39º maior *hedge fund* no mundo.

No entanto, em setembro de 2006, a mesa de operações de opções em energia do Amaranth, capitaneada pelo gestor Brian Hunter, conseguiu a façanha de perder a quantia de US\$ 4.600.000.000,00 (quatro bilhões e seiscentos milhões de dólares) em uma só semana, totalizando a gargantuesca quantia de US\$ 6.600.000.000,00 (seis bilhões e seiscentos milhões de dólares) em perdas até o final daquele mesmo mês, causando então grandes preocupações quanto à estabilidade do mercado de futuros de energia e dos intermediários e mutuantes do *hedge fund*. A sombra da espetacular quebra do LTCM era ainda muito viva na mente dos envolvidos no mercado financeiro.

No entanto, as previsões cataclísmicas não se confirmaram. O fundo liquidou suas posições, pagou suas dívidas e absorveu o impacto sem necessidade de intervenção estatal. Ainda assim, isso não impediu que o fundo fosse subsequentemente tomado pelos bancos de investimento Goldman Sachs, Citigroup Inc. e JPMorgan Chase & Co, *brokers* e credores do fundo.

Conforme análise posterior ao evento,¹¹⁸ a quebra ocorreu por conta de posições de alto risco assumidas pelo *hedge fund*, acrescidas de exposição a riscos de liquidez,

¹¹⁶Para uma detalhada história dos eventos e pessoas que cercaram a quebra desse fundo, vide BURTON, Katherine; STRASBURG, Jenny. Amaranth's \$6.6 Billion Slide Began With Trader's Bid to Quit. New York, Dez. 2006. *Bloomberg.com*. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601082&sid=aRJS57CQQbeE&refer=Canada>>. Acesso em: 03 maio 2007.

¹¹⁷Neste caso, a agência especializada *Hedge Fund Research*.

representadas pela utilização de alavancagem para tomada de posições, além de apostar em movimentos de mercado de forma temerária.

Em julho de 2007, a *Commodity Futures Trading Commission*, autoridade responsável pelo monitoramento dos mercados de futuros de commodities, como no caso do gás negociado pelo Amaranth, indiciou o Amaranth Advisors L.L.C. e o gestor Brian Hunter por manipulação do preço no mercado de futuros de gás natural. Ainda assim, a *CFTC* foi investigada pelo Senado Norte-Americano pela suposta falha de supervisão, por alegadamente não agir de forma a impedir a dominação daquele mercado de futuro por um só agente.¹¹⁹ A investigação expôs falhas nos sistemas de negociação de futuros, que deveriam ser endereçadas pela *CFTC*.

¹¹⁸Vide CHINCARINI. Ludwig B. The amaranth debacle – a failure of risk measures or a failure of risk management? Apr. 5, 2007. *Journal of Alternative Investments*. No prelo. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952607>. Acesso em: 29 nov. 2007.

¹¹⁹Vide UNITED STATES SENATE COMMITTEE ON HOMELAND SECURITY AND GOVERNMENTAL AFFAIRS. *Excessive Speculation in the Natural Gas Market, Senate Staff Report*. Jul. 2007. Disponível em: <http://hsgac.senate.gov/_files/062507Report.pdf>.

3. FONDI SPECULATIVI: HEDGE FUNDS NA ITÁLIA

3.1. Considerações iniciais

A disciplina dos *hedge funds* na Itália constitui interessante ponto de referência para a matéria no âmbito europeu.

Pela observação das informações apresentadas no já mencionado¹²⁰ estudo comparativo desenvolvido pela EFAMA em novembro de 2005,¹²¹ podemos deduzir, observando os países objeto da pesquisa,¹²² que, dentre os países escrutinados, é na Itália que os *hedge funds* (ou na denominação local, *fondi speculativi* - fundos especulativos) gozam das menores restrições operacionais relativas ao objeto de seus investimentos, ou seja, o ordenamento italiano conferiu grande liberdade aos *fondi speculativi* no tocante às estratégias de investimento.

Outro aspecto que chama a atenção para a matéria italiana no assunto é sua recente regulamentação: os *fondi speculativi* foram introduzidos no ordenamento daquele país por um decreto ministerial – ato administrativo – emitido pelo “*Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica*” nº 228, em 24 de maio de 1999 (e modificado conforme o decreto ministerial do mesmo ministério, o “*Ministero dell’Economia e delle Finanze*”¹²³ nº 47, de 31 de janeiro de 2003, ou “D.M. nº 228”). Mais ainda, os fundos de investimento na Itália surgem somente em 1983 (Lei nº 77, publicada em 28 de março de 1983). E, por conta disso, supõe-se que o legislador tenha tido maior oportunidade de absorver as experiências e conceitos mais modernos, ao estabelecer as regras tanto para os fundos de investimento em geral, quanto para os *hedge funds* que se inserem na categoria dos fundos de investimento.

Mais uma característica que justifica a escolha da Itália como ponto de referência é o seu sistema jurídico, de tradição civilista, legislação verticalizada, com normas e

¹²⁰Vide item 1.3 acima.

¹²¹EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. *Hedge funds regulation in Europe* - a comparative survey, cit.

¹²²Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Suécia e Suíça.

¹²³Ou seja, o antigo *Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica* é atualmente denominado *Ministero dell’Economia e delle Finanze*.

conceitos de Direito Privado em muito similares às brasileiras. Natural então que o estudo das soluções italianas para o assunto em referência constituam auxílio de grande valor para o tema no Brasil.¹²⁴ É também válido contraponto com o sistema norte-americano, de tradição anglo-saxônica, já estudado no Capítulo 2.

Por fim, o fato de a Itália inserir-se em um contexto econômico europeu também confere interesse na análise dos *fondi speculativi*, em vista da integração dos mercados europeus em matéria econômica. Nesse sentido, ressalva-se que, apesar dos esforços de integração e liberalização dos mercados de gestão coletiva de investimentos na Europa,¹²⁵ ainda hoje países da Comunidade Européia impõem barreiras de acesso à oferta de esquemas coletivos de investimento de outros integrantes do bloco. Como ilustração, temos o exemplo da própria Itália: a oferta de fundos estrangeiros (incluindo aqueles considerados como *hedge funds*) devem atender às mesmas regras a que se sujeitam os fundos italianos.

Passamos a tratar abaixo das principais características e peculiaridades dos *fondi comuni*.

3.2. Breve histórico

A disciplina específica dos fundos de investimentos na Itália é relativamente atual. Conforme apontado anteriormente, sua gênese ocorreu pela introdução da Lei nº77,

¹²⁴Citando Tullio Ascarelli, “O direito comparado constitui auxílio indispensável para o progresso jurídico dos diversos países, oferecendo a possibilidade de utilizar, cada qual, as experiências alheias. Na prática é ele indispensável não só para examinar e resolver as freqüentes questões que, em cada sistema jurídico, demandam aplicação da lei estrangeira, mas, também, para a organização das relações econômicas internacionais” In ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1. ed. Campinas: Bookseller, 2001. p. 34.

¹²⁵A normativa européia SI 211 de 2003, em Inglês “*European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2003*”, ou simplesmente “UCITS”, originalmente adotada em 1985, estabelece parâmetros para que esquemas coletivos de investimento possam ser comercializados livremente no mercado comum europeu, como “esquemas harmonizados”. O esquema harmonizado, registrado e sediado em um país membro, que cumprir com as determinações da regra UCITS pode, em tese, ser livremente oferecido a investidores dos demais países membros. Na prática, contudo, muitos países estabeleceram barreiras adicionais, de forma a preservar seus mercados financeiros internos da competição européia, diminuindo a efetividade esperada da norma em termos de abertura de mercados. Para uma opinião econômica sobre o desenvolvimento das UCITS no mercado europeu, as barreiras nacionais e possíveis benefícios da integração, vide HEINEMANN, Friedrich. *The benefits of creating an integrated EU market for investment funds*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=309099>>. Acesso em: 12 ago. 2008.

no Ordenamento Jurídico Italiano, mediante publicação em Diário Oficial no dia 28 de março de 1983.

Antes da publicação da referida lei, não havia a figura do fundo de investimentos no Direito Italiano. Os italianos que desejassem, então, estabelecer esquemas coletivos de investimento recorriam usualmente a uma *società fiduciaria*. Essa figura societária típica existe na Itália desde 1926,¹²⁶ sendo sua atual regulamentação datada de 1939.¹²⁷ Na sociedade fiduciária, o investidor (beneficiário) contribui com um patrimônio infungível ou nominativo, conferindo o bem para a gestão de um administrador, que age como proprietário desse patrimônio perante terceiros. Não obstante ser anônimo perante terceiros, o proprietário beneficiário conta com a separação e individualização interna de seu patrimônio perante os demais sócios (daí a restrição a bens individuáveis), não tendo, conseqüentemente, o dever de responder por dívidas contraídas pelos outros beneficiários ou mesmo pelo administrador, no tocante aos gastos incorridos pela gestão dos bens, por exemplo.¹²⁸

A *società fiduciaria*, apesar de suas virtudes, conta com certas limitações, que justificaram finalmente a introdução dos fundos de investimento no Ordenamento Italiano como forma mais eficiente de organização de esquemas coletivos de investimento. Um primeiro defeito é o fato de que a propriedade fiduciária só pode ser exercida sobre bens devidamente individualizados e inscritos em livro societário (*albo*) especial, dificultando assim ou mesmo impedindo a gestão de instrumentos financeiros que não sejam nominativos ou que, por sua natureza, devam ter rapidez na sua aquisição ou venda. Outra limitação fortemente sentida pelos investidores é que a propriedade fiduciária, em última instância, impede o acesso da *società fiduciaria* nas bolsas de valores, pois na Itália não se permite a ocultação da identidade em negociações bursáteis, por conta de regras óbvias de transparência, requeridas nas bolsas de valores, que assim limitam em muito as possibilidades de investimento. Ainda assim, existiam sociedades desse tipo (classificadas pela prática como sendo de *fiducia dinàmica*), ou seja, servindo a propósitos de investimentos em instrumentos financeiros.

¹²⁶Regio Decreto-Legge, decreto-lei régio nº 2214, de 16 de dezembro de 1926.

¹²⁷Lei nº 1966, de 23 de novembro de 1939, que substituiu à anterior.

¹²⁸Para ilustrar, o beneficiário não responderia com seu patrimônio pelos aluguéis porventura atrasados da sede da sociedade.

A demora para que houvesse o acolhimento da figura dos fundos de investimento na Itália não era de ordem só legislativa. Evidentemente, tal atraso era também o reflexo de um mercado financeiro pouco desenvolvido, em que o público preferia investir em títulos estatais, via intermediação bancária (já que a remuneração era interessante e o risco, baixo), e as empresas preferiam instrumentos de crédito a lançar mão de recursos como a oferta de ações ou a emissão de títulos (pois resultavam mais interessantes do ponto de vista do custo e do “perigo” da perda do controle).¹²⁹

O tímido desenvolvimento italiano implicava reduzido mercado de capitais, amplificado pela ausência de regras de transparência em sede financeira e societária, forte presença do poder público nas empresas, regimes fiscais que não beneficiavam a distribuição de dividendos, bem como fraco sistema de vigilância do mercado de valores mobiliários.

Em resposta a esse atraso e à necessidade de modernização do cenário financeiro italiano, surge a lei nº 216, de 23 de março de 1974. Tal lei reforça a vigilância do mercado de capitais, notadamente por meio da criação da CONSOB, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, como organismo voltado para o controle do funcionamento da bolsa de valores, e introduz modernização dos aspectos societários do assunto. Notamos que a mesma lei também permitiu o acesso de investidores italianos a fundos de investimento estrangeiros, em sua maioria luxemburgueses, ainda que intermediados por italianos.¹³⁰

Na seqüência de tal regulamentação, houve outros avanços que permitiram o desenvolvimento do mercado financeiro italiano, dentre estes a criação dos *fondi comuni d'investimenti* em 1984, e de sua derivação, os *fondi speculativi*, em 1999.

¹²⁹Sobre o ambiente que precedeu à criação dos fundos de investimento na Itália, vide CESARINI, Francesco; GUALTIERI, Paolo. *I fondi comuni d'investimento*. Roma: Ed. Mulino, 2005. p 28-30.

¹³⁰A vigilância do mercado financeiro italiano divide-se e complementa-se entre a CONSOB e a *Banca d'Italia*. Um marco da coordenação e divisão de matérias sob a responsabilidade é o protocolo de intenções assinado por ambas, o “*Protocollo d'intesa tra banca d'Italia e CONSOB ai sensi dell'articolo 5, comma 5 bis, del D.Lgs. n. 58/1998*”. Esse protocolo indica a interessante divisão entre vigilância regulamentar, vigilância informacional e vigilância de inspeção, a serem coordenadas entre os dois entes.

3.3. Atual disciplina legislativa

Similarmente ao Brasil, o fundo de investimento italiano, denominado “*fondo comune d’investimento*”, nada mais é que um patrimônio comum, de propriedade dos relativos quotistas, destinado ao investimento e administrado por terceiros. Já diferentemente do Brasil, em que a lei determina que o fundo de investimento deva ser tratado sob a forma do condomínio, o legislador italiano não informa seu regime jurídico. Reconhece-se, no entanto, a dificuldade em se estabelecer a natureza jurídica dos fundos de investimento na Itália.

A classificação jurídica dos fundos de investimento, na forma que se apresenta na Itália (e da mesma maneira, a conceituação da *società fiduciaria*), esbarra no conceito de dupla propriedade, típico do sistema de *common law*, exemplificada nos *trusts*, conceito este de difícil absorção na tradição jurídica civilista. Vejamos: pode-se imaginar que, nos *fondi comuni*, há uma propriedade formal na figura do gestor (o que seria em um *trust* denominado *trustee*), e outra segunda espécie de propriedade, na figura do investidor, ou quotista do fundo (o *beneficial owner*). No caso italiano, essa dualidade não foi enfrentada diretamente. Preferiu-se ali classificar os fundos como patrimônios independentes, cujas quotas, idênticas entre si, pertencem ao investidor.¹³¹ O patrimônio deve ser gerido por tipo societário específico, as *Società di Gestione del Risparmio* - SGR. Evidentemente que tal problema não existe nos Estados Unidos, pois, ainda que pouco usual, um fundo de investimento poderia ser constituído sob a forma de *trust*. Ademais, a jurisprudência norte-americana está naturalmente preparada para enfrentar eventuais dificuldades resultantes da dualidade proprietária.

Na Itália, a matéria de intermediação financeira é regida precipuamente pelo decreto legislativo nº 58, de 24 de fevereiro de 1998, alterado de tempos em tempos,¹³²

¹³¹O artigo 36, parágrafo 6º do TUF, assim estabelece: “*Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonchè da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell’interesse della stessa, nè quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell’interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.*”

¹³²Até 13 de dezembro de 2007, contam-se dezessete normas que alteraram o texto do TUF diretamente, além das inúmeras normas que o complementam ou regulamentam.

(denominado *Testo Unico Finanziario*, ou “TUF”). O TUF é espécie de codificação federal em matéria de intermediação financeira, resultante da obrigação de codificação de matérias legislativas antes esparsas, assumida pela Itália perante a Comunidade Européia.¹³³

O TUF é categórico, ao delimitar a prestação de serviços de gestão coletiva de investimentos a basicamente três tipos de organizações: (i) a SGR, sociedade cujo propósito único e específico é o da gestão de valores de terceiros, (ii) a “*Società di Investimento a Capitale Variabile*”, ou SICAV, tipo societário “importado” da França,¹³⁴ que conta com as características de uma sociedade anônima, com capital variável, sendo assim adaptada para servir de veículo de investimento de forma muito semelhante aos fundos de investimento, e (iii) demais entes europeus harmonizados, ou seja, aqueles sediados em países da Comunidade Européia, com forma jurídica reconhecida pelo ordenamento comum, que sejam autorizados a oferecer valores mobiliários no espaço econômico europeu e, para tanto, registrados perante as autoridades italianas.

No entanto, o legislador reservou somente à SGR a faculdade de gerir os *fondi speculativi*, motivo que justifica maior atenção a essa sociedade, o que será exposto mais à frente.

Temos então que o ordenamento italiano apresenta os *fondi speculativi* de forma verticalizada. Tais fundos são categoria inserida nos *fondi comuni d’investimento*¹³⁵, forçosamente organizados, constituídos, geridos etc., por uma SGR. A SGR, por sua vez, constitui tipo de sociedade anônima (*società per azioni*).¹³⁶

É nesse contexto normativo delimitado e verticalizado que se inserem os *hedge funds* italianos.

¹³³Tal obrigação foi assumida nos termos do artigo 8º da Lei nº 52, de 6 de fevereiro de 1996. Nota-se que a mesma lei (artigo 21) incorpora princípios e critérios comunitários relativos à intermediação financeira, posteriormente incorporados no TUF.

¹³⁴Na França, as *Sociétés d’investissement à capital variable*, (mesmo acrônimo: SICAV) foram introduzidas no Ordenamento Jurídico em 1964.

¹³⁵As outras três categorias legais de fundos de investimentos na Itália são as seguintes: (i) *fondi comuni aperti*, fundos abertos (ii) *fondi comuni chiusi*, fundos fechados, e (iii) *fondi riservati*, fundos abertos ou fechados, porém reservados a investidores qualificados. Os fundos podem ser ainda divididos entre os harmonizados e não harmonizados, a depender da sua adequação às normativas européias para oferecimento em demais países membros.

¹³⁶As SGR devem seguir as regras gerais das sociedades anônimas italianas, porém submetem-se a normativos específicos, por exemplo aqueles estabelecidos no TUF.

3.4. Características básicas

Os *fondi speculativi* são fundos abertos ou fechados, que se destacam das demais categorias de fundos italianos (à semelhança dos *hedge funds* norte americanos) por conta de certas isenções que lhes são conferidas.

A isenção italiana é um tanto mais simples e direta que a norte-americana. A referida isenção é objeto do D.M. nº 228, artigo 16, primeiro parágrafo. Esse comando normativo determina que as SGR podem constituir *fondi speculativi*, cujo patrimônio poderá ser investido em qualquer tipo de bem, derogando assim expressamente as normas prudenciais de contenção e fracionamento de risco estabelecidas pela *Banca d'Italia*.¹³⁷

O parágrafo transcrito dispõe sobre a característica mais importante dos *fondi speculativi*, a isenção ao precedente artigo 4, parágrafo 2. Com a referida isenção, os *hedge funds* italianos podem investir em qualquer tipo de bem, diferentemente dos demais fundos de investimentos italianos que, apesar de contarem com um rol bastante abrangente de possibilidade de investimento, são ainda assim a tal rol restritos. Os demais fundos não podem, por exemplo, investir em bens que não tenham liquidez em mercado, ou em bens não possam ter seu valor determinável pelo menos semestralmente (ou seja, que não possuam meios de quantificação em mercado).¹³⁸

A isenção do mesmo artigo 16 implica ainda que os *fondi speculativi* podem, na prática, adotar uma infinidade de estratégias de investimento, nos mais variados campos da Economia, e utilizar-se de instrumentos financeiros não ortodoxos para consecução de seus objetivos.

Ademais, a regra esclarece que, ao adotar a conduta não restritiva de investir em bens não arrolados no referido artigo 4, parágrafo 2, o *fondo speculativo* age em exceção

¹³⁷ Assim manda a norma: “*Le SGR possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell’articolo 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dal rischio stabilite dalla Banca d’Italia, ai sensi dell’articolo 6, comma 1, lettera c), del testo unico.*”.

¹³⁸ Estabelece o artigo 4 do D.M. 228 que os demais fundos de investimentos italianos podem ter seu patrimônio investido em (i) instrumentos financeiros negociados (*quotati*) em mercado regulamentado, (ii) instrumentos financeiros não negociados (*non quotati*) em mercado regulamentado, (iii) depósitos bancários em dinheiro, (iv) bens imóveis e em direitos reais sobre imóveis, (v) créditos e em títulos representativos de crédito, e em (vi) outros bens para os quais exista um mercado e que contem com a certeza de avaliação de seu valor em periodicidade pelo menos semestral.

da regra prudencial geral de contenção e fracionamento de risco estabelecida pela *Banca d'Italia* (o Banco Central Italiano), cujos princípios são rezados no artigo 6, parágrafo 1, item “c” do TUF. Essa abertura é de fato especial, pois abre portas para que o *hedge fund* italiano possa de fato assumir riscos e investir em bens e direitos de forma diversa de todos os demais.

Por conseguinte, esses fundos não são obrigados a adotar os princípios de fracionamento de risco, o que equivale a dizer que, respeitando as regras estabelecidas pelas contrapartes (garantias mínimas, liquidação de margens etc.) e as estabelecidas em seu regulamento, o *hedge fund* italiano pode alavancar-se, deter qualquer concentração de seus investimentos em derivativos, manter ou não ativos líquidos ou ilíquidos de tempos em tempos etc. Tudo isso, diversamente dos demais fundos de investimento, que devem obedecer a níveis de concentração, de alavancagem etc., determinados pelas autoridades competentes (a CONSOB e, principalmente, a *Banca d'Italia*).

No entanto, o preço da liberdade reconhecido aos *fondi speculativi* é caro. O mesmo artigo 16 do D.M. n° 228 determina que tais fundos não podem ter mais de 200 quotistas, que por sua vez devem fazer subscrições mínimas da considerável quantia de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) para poderem acessar os *fondi speculativi*. Não podem, ainda, ser objeto de oferta pública a investidores. Assim, o legislador restringiu o acesso dos *hedge funds* italianos a investidores. As pessoas que podem dispor de tal quantia para um só investimento, têm, provavelmente, também o discernimento e a sofisticação necessários para entender e, conseqüentemente, enfrentar os riscos dos esquemas de investimento propostos.

Essas características conferem aos *fondi speculativi* elementos que justificam sua classificação como *hedge funds*. A referida liberdade, o acesso restrito, bem como as demais características geralmente aplicáveis aos *fondi speculativi*¹³⁹, contam com vários aspectos caracterizadores dos *hedge funds*, pois os gestores dos *fondi speculativi* contam também com:

- Liberdade para propor e perseguir diversas estratégias de investimento;

¹³⁹A regulação dos *fondi comuni* e de seus atores é extensa. Para um maior aprofundamento no assunto, recomenda-se a leitura de CESARINI, Francesco; GUALTIERI, Paolo. op. cit.; para uma visão mais prática, FOSCHINI, Marcello. *Il diritto del mercato finanziario*. Milano: Giuffrè Editore, 2008, para uma abordagem jurídica.

- Possibilidade de utilização de variados instrumentos financeiros (alavancagem, derivativos etc.), podendo investir ou retirar-se de posições especulativas de forma muito ágil e elástica, caso o regulamento permita;
- A liberdade de investir em variadas estratégias e em vários mercados, para além das tradicionais ações e commodities. Não há restrição quanto ao tipo de bem que se possa investir;
- A capacidade de investir tanto diretamente em ativos como simplesmente especular com base em instrumentos financeiros, como o da venda a descoberto ou contratos derivativos, desde que autorizados pela legislação italiana, ou conforme for a regra do mercado externo em que investe;
- A possibilidade de cobrar taxas de performance remunerando os gestores conforme os resultados, e de administração, para cobrir custos administrativos;
- O potencial de almejar retornos absolutos;
- Restrito acesso a investidores: somente os que disponham de mais de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) podem entrar no fundo; e o fundo não pode ter mais de 200 investidores.

Tais elementos são suficientes para se estabelecer um paralelo entre os *hedge funds* norte-americanos e os italianos.

No entanto, a despeito da isenção prevista no artigo 16 do D.M. n° 228, os *fondi speculativi*, a SGR e suas demais contrapartes ainda assim devem respeitar a estrutura básica dos demais fundos de investimento italianos. Isso implica dizer que, mesmo contando com algumas regras incidentes especiais, a SGR de um *hedge fund* italiano deve cumprir com a maioria das regras gerenciais impostas aos demais fundos italianos.

Outra característica essencial aos *fondi speculativi* diz respeito a seu regulamento. O gestor tem a especial obrigação de alertar os investidores dos riscos específicos a que os mesmos se submeterão caso adiram à estratégia de investimento proposta no regulamento. A política de investimentos deve ser definida de forma coerente, avaliando, por exemplo, a liquidez do portfólio do fundo. Há a necessidade de divulgação desse nível de risco a todos os *hedge funds* italianos, mesmo que adotem modelos de investimento ortodoxos ou de

baixo risco. Tudo isso faz com que a discricionariedade atribuída aos *fondi comuni* seja circunscrita em função do quanto descrito no regulamento.¹⁴⁰

Além dessa especial disposição, o regulamento do *fondo speculativo* deve atender aos demais requisitos esperados para os demais fundos, tais como a indicação dos critérios e periodicidade adotados pela SGR para o resgate das quotas, a forma de publicação das contas do fundo, quais as despesas por conta do fundo, quais as por conta da SGR, os termos para a modificação do próprio regulamento, dentre outros.

Por fim, o legislador tornou opcional a publicação do prospecto do *fondo speculativo*, o que faz sentido diante do fato de que este não pode ser ofertado publicamente e, teoricamente, atrai investidores capazes de compreender o regulamento e demais aspectos do fundo. No entanto, aqueles que desejarem publicar um, deverão atender aos requisitos mínimos legais impostos para a emissão de prospectos de fundos de investimento na Itália.

3.5. Gestão

Como já se pode perceber, cabe à *Società di Gestione del Risparmio* (SGR), sociedade anônima de regime especial, a gestão do *fondo speculativo*. A espinha dorsal normativa da SGR encontra-se no TUF.

O primeiro artigo do TUF define a SGR como companhia com sede legal e domicílio na Itália, autorizada a prestar serviços de gestão coletiva de investimentos.¹⁴¹ A mesma norma delimita o conceito de gestão coletiva de investimentos, indicando que a mesma como sendo “*a promoção, instituição e organização de fundos de investimento e a administração do relacionamento com os seus participantes*”.¹⁴²

A SGR pode atuar só na promoção, só na gestão, ou bem na promoção e gestão de fundos de investimento.

¹⁴⁰Vide, nesse sentido, FOSCHINI, Marcello. op. cit., p. 231.

¹⁴¹Em Italiano, “*autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*”.

¹⁴²Novamente, “*la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti*”. Tradução livre da norma.

Adicionalmente, a SGR que quiser gerir um *fondo speculativo*, deverá ser constituída com esse específico propósito, diferenciando-se assim das demais SGR.

Já o artigo 34 do mesmo texto único determina que a SGR deve, adotar a denominação “*Società di Gestione del Risparmio*” e ter o capital mínimo determinado pela *Banca d'Italia*. O capital mínimo imposto é determinado no regulamento da *Banca d'Italia* de 14 de abril de 2005, em seu capítulo I, seção II, item 1, que estabelece que o capital inicial mínimo de uma SGR gestora de fundos deve ser de € 1.000.000,00 (um milhão de euros).

A SGR poderá isentar-se dessa regra de capital mínimo caso recaia nas isenções do item 2 da mesma seção e capítulo: capital detido por universidades, centros de pesquisa, certas fundações; gerência de fundos com patrimônios iniciais inferiores a certo valor; que o fundo seja fechado etc.

A constituição e conseqüente funcionamento da SGR deve ser precedida de especial autorização da *Banca d'Italia*, sendo a CONSOB comunicada do fato. A *Banca d'Italia* requer para tanto provas de independência, profissionalismo e idoneidade (*onorabilità*), por parte daqueles que exercem funções de administração, direção ou controle na SGR.¹⁴³

Como exemplo de requerimento no campo da idoneidade, a SGR informa sua pretendida estrutura societária aos reguladores (a *Banca d'Italia*), de forma a afastar a possibilidade de associação que possa influir negativamente no exercício das funções do suposto futuro administrador (ou controlador ou diretor), em relação a outras pessoas que possam ter interesses conflitantes com os da função que aquele exerce, por exemplo, no caso de familiares em posições estratégicas que requeiram a mútua fiscalização.

A *Banca d'Italia* estabelece ainda uma extensa série de obrigações às SGR. Uma vez que não há isenção geral dessas regras para as SGR que façam gestão de *fondi speculativi*, logo tais SGR devem cumprir com todos os requisitos regulamentares aplicáveis, ou seja, salvo por conta de alguns pontos específicos à gestão dos *fondi speculativi*, a SGR é administrada como outra qualquer.

¹⁴³Conforme disposto no já referido regulamento da *Banca d'Italia*, de 14 de abril de 2005.

Dentre esses pontos específicos entre as SGR afetas aos *fondi speculativi*, algumas se destacam. Esse gestor deve, por exemplo, prestar contas à *Banca d'Italia* em periodicidade pelo menos anual, divulgando e detalhando, dentre outros, seu nível máximo e médio de alavancagem, informando dados de seus consultores externos, banco depositário de seus fundos e títulos.

3.6. Outros atores internos e externos

Como demonstrado no item precedente, a legislação italiana determina que os fundos de investimento, incluindo os *fondi speculativi*, devem obrigatoriamente contar com os serviços de uma SGR de propósito específico.

No entanto, o legislador também determinou que no esquema de funcionamento dos fundos de investimento deve haver um banco depositário, que pode ou não confundir-se com um *prime broker*.

Conforme determina o artigo 38 do TUF, a SGR deve confiar a um banco a custódia dos ativos do fundo, incluindo seu caixa em dinheiro. Esse banco se torna assim depositário do fundo e assume relevantes funções, *vis-à-vis* do controle e supervisão do fundo. As funções incluem (i) a verificação da legitimidade das operações de emissão e de resgate das quotas do fundo, bem como a destinação de seus rendimentos, (ii) supervisão sobre o cálculo do valor das quotas do fundo, ou, caso contratado, o próprio cálculo, e (iii) execução das ordens ditadas pela SGR, salvo se contrárias à lei, ao regulamento do fundo ou às normas regulamentares incidentes sobre o mesmo.

A relação entre o banco depositário e a SGR é, respectivamente, a de mandatário e mandante. Espera-se do banco depositário atitude técnica e profissional no desenvolvimento de suas funções. Essa premissa é confirmada pela responsabilidade objetiva do banco depositário frente à SGR e aos quotistas do fundo, em caso de descumprimento de suas obrigações legais e determinada no segundo parágrafo do artigo 38 do TUF.

Por sua vez, o parágrafo 4, artigo 38 do TUF refere que aos administradores e síndicos dos bancos depositários reside a obrigação de informar a *Banca d'Italia* e a

CONSOB, a depender da competência, sobre irregularidades encontradas na administração da SGR e na gestão dos fundos. Ou seja, estabelece conduta obrigatória aos bancos depositários, que devem informar as autoridades sobre quaisquer irregularidade atinentes aos fundos ou às SGR.

Finalmente, em vista do necessário arcabouço técnico e prático necessários à assunção das obrigações de depositário dos fundos de investimento, somente a instituição financeira que cumpra com as condições estabelecidas pelos reguladores italianos pode vestir-se de mandatária das SGR e dos fundos de investimento. Regulamentação da *Banca d'Italia*, por exemplo, determina que o banco depositário deva ter a capacidade de monitorar constantemente a consistência do patrimônio do fundo e de verificar os ônus que gravam os bens do mesmo fundo.¹⁴⁴

Adicionalmente ao banco depositário, os *fondi speculativi* geralmente também lançam mão da ajuda de *prime brokers*.¹⁴⁵

O *prime broker* é o ente que oferece uma série de serviços financeiros integrados, como forma de suporte e fomento dos fundos de investimento. Como no caso de seu similar norte-americano, esse *prime broker* pode oferecer, em um mesmo pacote, financiamentos ao fundo (para sua alavancagem), serviços de aluguel de ações (para a venda a descoberto, por exemplo), serviços de avaliação e monitoramento de riscos, suporte informático, arbitragem de operações com terceiros (*clearing*), ou mesmo serviços de subcustódia, desde que sob supervisão do banco depositário.

A despeito do quanto acima informado, permanece a obrigação de vigilância do banco depositário, seja perante o *prime broker* como terceiro intermediário, seja perante o *prime broker* eventualmente integrante do mesmo conglomerado econômico financeiro, caso em que se espera a segregação das funções do banco depositário e do *broker*, de forma a permitir a correta vigilância.

De qualquer maneira, a *Banca d'Italia* recomenda que os fundos de investimento sejam escolhidos pelas SGR dentre aqueles que estejam sujeitos à vigilância prudencial da

¹⁴⁴Regulamento da *Banca d'Italia*, de 14 de abril de 2005, título V, capítulo VII, seção III, item 5: na língua original, a obrigação é a de se verificar a “[...] *consistenza del patrimonio del fondo e di verificare i vincoli gravanti sui beni del fondo stesso* [...]”.

¹⁴⁵ O termo “*prime broker*” é o mesmo utilizado pela *Banca d'Italia*, por exemplo, utilizado no título V, capítulo VII, seção III, item 5 do acima mencionado regulamento de 14 de abril de 2005, ou bem no artigo 35 do apêndice ao “*provvedimento 29 ottobre 2007*” de emissão conjunta da CONSOB e *Banca d'Italia*.

própria *Banca d'Italia* e que sejam dotados de boa reputação e comprovada experiência no setor de sua atuação.¹⁴⁶

A SGR deve ainda tomar o cuidado de revelar no regulamento do fundo as regras pertinentes a seu relacionamento com o *prime broker*. Esse relacionamento deve, por sua vez, ser contratado com o intermediário, de forma a garantir, dentre outros, o direito irrevogável do fundo de resgatar seus ativos, nos casos em que, por conta de alguma crise, o *prime broker* ponha em risco as garantias depositadas pelo *fondo speculativo*.¹⁴⁷ A disposição é muito interessante do ponto de vista da proteção patrimonial dos quotistas do fundo, pois de certa forma afasta o risco da quebra do *prime broker*, pelo menos em relação aos negócios intermediados por este último.

3.7. Comentários à solução italiana à contenção ao risco

A isenção normativa que deu origem aos *hedge funds* italianos, ainda que tenha permitido que tais fundos adotem as mais variadas e exóticas estratégias de investimento, não exclui esses fundos do sistema de controle e contenção de riscos montado na Itália.

O *fondo speculativo* não pode operar à margem do sistema, tem o dever de contratar o banco depositário, que de certa forma serve como delegado dos reguladores estatais. Ainda, não escapa de ter de cumprir com as regras internas referentes aos mercados em que desejar atuar ou investir. Será considerado como uma contraparte qualquer, ao acessar os mercados de derivativos, ao requisitar crédito bancário, ao adquirir ações em bolsa etc.

Isso ocorre, pois, apesar da liberdade operacional relativa às possibilidades de estratégias de investimento, esses fundos cumprem quase todas as demais regras aplicáveis aos fundos oferecidos ao público em geral.

Conclui-se que os *hedge funds* italianos estão inseridos em um mercado financeiro com extensas regras e regulamentos, são supervisionados por autoridades federais

¹⁴⁶Tal *standard* se abriga no artigo 35 do apêndice ao *provvedimento* de emissão conjunta da CONSOB e *Banca d'Italia* em 29 de outubro de 2007.

¹⁴⁷Regulamento da *Banca d'Italia* de 14 de abril de 2005, título IV, seção III, capítulo III.

(CONSOB e *Banca d'Italia*) com largo raio de ação, fornecem regularmente dados sobre suas operações a tais reguladores, devendo ainda ser observados por suas contrapartes. Tais elementos diminuem a possibilidade de abusos ou contravenções por parte dos *fondi speculativi*.

Pode-se ainda afirmar que, no caso da Itália, há poucos elementos para se acusarem de opacidade os *hedge funds* locais, já que devem prestar informações a investidores e às autoridades nos mesmos termos aplicáveis aos demais fundos.

Finalmente, há que se fazer uma observação no sentido da opacidade. Estima-se que a maioria dos *hedge funds* italianos sirva, legitimamente, como veículo para acesso a *hedge funds* estrangeiros, atuando como fundo de fundos. A estrutura é diversa da de um *hedge fund offshore* descrito no cenário norte-americano, pois o *fondo speculativo* e seu gestor são de fato italianos, seguem as regras italianas, mas investem em ativos de fundos estrangeiros e, portanto, oferecem certo nível de segurança aos investidores locais. Mas, ao aplicar em *hedge funds* estabelecidos em outras jurisdições, o investidor terá como possível resultado diminuição da transparência, se comparado com uma carteira de investimentos em outros ativos mais límpidos.¹⁴⁸

3.8. Visão atual do mercado dos *fondi speculativi*

Em setembro de 2008, a *Associazione Italiana dei Gestori del Risparmio* reportou a existência de 268 “*fondi hedge*” (conforme sua própria denominação), sob a gestão de 30 SGR, que operam fundos dotados de um patrimônio de mais de € 31.000.000.000,00 (trinta e um bilhões de euros).¹⁴⁹

Esse número é o menor dentre os diferentes tipos de fundos italianos. Tal fato não é de espantar, se considerarmos que o mercado local de *hedge funds* na Itália é relativamente recente, não chegando ainda ao seu primeiro decênio de existência.

¹⁴⁸Vide CESARINI, Francesco; GUALTIERI, Paolo. op. cit., p 74-75.

¹⁴⁹In ASSOGESTIONI. *Nouva Mappa del Risparmio Gestito*. Disponível em: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,243,4714/21009_2008_09.pdf>. Acesso em: 11 jan. 2008. O estudo contabiliza a maioria dos participantes do mercado financeiro italiano, ainda que não todos.

À sua recente existência, soma-se o fato de que a economia italiana não é tão exuberante, larga ou rica como a estadunidense, levando-nos a imaginar que não sejam muitas as pessoas que efetivamente dispõem de meios para entrar nesse tipo de esquema de investimento.

Esses e outros motivos fazem com que haja uma prevalência, dentre os *fondi speculativi*, daqueles que investem em outros fundos (inclusive outros *hedge funds*, italianos ou não), ou seja, fundos de fundos, sobre aqueles fundos “puros”, ou seja, que efetivamente utilizam estratégias de investimento em bens e direitos, distintos das quotas de fundos, para atingir seus resultados.¹⁵⁰

O fenômeno pode ser resultante também do fato de que o mercado local não desenvolveu, talvez por seu tamanho, talvez pelo recente desenvolvimento, uma massa crítica de operadores financeiros. Sem esses operadores, não surgem os gestores de *hedge funds* que possam utilizar seus conhecimentos e astúcia para gestão ativa de uma carteira efetivamente alternativa de investimentos, de forma a justificar as comissões que se esperam de um *hedge fund*.

A mesma consideração poderia ser feita, com base nos idênticos argumentos, sobre a falta de presença de outros atores, como de *prime brokers* com pessoal capacitado para atender às sofisticadas demandas do dia a dia de um *hedge fund* que, por exemplo, queira adotar estratégia de *statistical arbitrage*.

O cenário, ademais, contribui para que os investidores italianos procurem outros mercados mais desenvolvidos para seus investimentos alternativos, tais como o mercado norte-americano, ou mesmo o inglês, o francês ou holandês, estes últimos indiscutivelmente centros financeiros europeus com boa oferta de produtos e com maior tradição que o italiano na gestão de ativos. Essas jurisdições permitem fácil acesso aos endinheirados investidores italianos, enquanto inseridas na Comunidade Econômica Européia. Some-se a isso o fato de que quem dispõe de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) para acessar o *fondo speculativo*, muito provavelmente conseguirá alcançar esses outros mercados.

Tais fatores, no entanto, não interferem no mérito do legislador italiano, que conseguiu instituir um formato de *hedge fund* que oferece liberdade operacional ao gestor

¹⁵⁰Conforme afirma FOSCHINI, Marcello. op. cit., p. 232.

e, ao mesmo tempo, confere boa dose de segurança e informação ao investidor. O fato de o mercado norte-americano ser imensamente maior também não deve ser usado como argumento de que a regulação italiana é mais ou menos eficiente, da mesma forma o contrário não pode ser afirmado.

4. HEDGE FUNDS NA PRÁTICA: APONTAMENTOS ADICIONAIS

4.1. A exposição dos intermediários financeiros aos *hedge funds*: breves comentários

Os *hedge funds*, como vimos na exposição sobre estes nos Estados Unidos e na Itália, interagem de várias maneiras com agentes do mercado financeiro. Podemos considerar intermediários dos *hedge funds*, para os fins delimitados da presente argumentação, os bancos e outros intermediários que, de alguma forma, prestam serviços destinados à execução da estratégia de investimento dos fundos, conforme preconizada em seu regulamento e aplicada pelo gestor.¹⁵¹

Tais interações ocorrem de maneira especialmente intensa entre os fundos (intestados pelos gestores) e os *brokers*. Nesse relacionamento, conforme já foi exposto, extrapola a (já lucrativa) atividade de corretagem, irradiando para serviços de custódia e aluguel de ativos, prestação de serviços de informática e de crédito e financiamento, estes últimos em diversas formas.¹⁵²

Estimou-se que, em 2005, os principais provedores de serviços de *prime brokerage a hedge funds*, normalmente braços de grandes instituições financeiras, tenham embolsado com esse tipo de serviço cerca de US\$ 8.000.000.000,00 (oito bilhões de dólares).¹⁵³ Os valores envolvidos, em vista do relativamente reduzido número de entidades capazes de servir como intermediadores dos *hedge funds*, fazem com que o mercado seja naturalmente disputado.

À época da verificação desses valores, em agosto de 2005, o mercado de *hedge funds* era crescente, a crise de crédito iniciada em 2007 e agravada em outubro de 2008

¹⁵¹Para uma excelente exposição sobre o conceito, tipologia, desenvolvimento e atual situação dos intermediários financeiros, vide YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 145-155. Em sua argumentação, o doutor em Direito Econômico e autor do livro explana sobre a intermediação financeira em termos muito mais amplos que os que nos interessam, com especial foco no papel da limitação de riscos exercido pelos intermediários financeiros.

¹⁵²Para uma descrição mais detalhada das potenciais atividades dos *brokers*, consultar o item 2.7.2 acima.

¹⁵³BEALES, Richard. CHUNG, Joanna. *Banks take to a supporting role as hedge funds flourish*. Londres: Financial Times, Aug. 9 2006. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/17644b06-2743-11db-80ba-0000779e2340.html>>. Acesso em: 27 jan. 2008.

obviamente não se havia feito sentir. Pelo contrário, foi grande o apetite dos *brokers* para assunção do papel de intermediários e de credores de *hedge funds*.

Dentre as características defendidas como peculiares aos *hedge funds*, encontra-se, sem dúvida, a liberdade dos gestores para que possam empregar todos os seus conhecimentos e habilidades para a consecução da estratégia de investimento do fundo. Isso vale dizer que o gestor pode comprar e vender ativos, alavancar posições, efetuar compras a descoberto, contratar derivativos e mudar de estratégia na intensidade que melhor lhe aprouver. A enorme discricionariedade e flexibilidade atribuída aos gestores na condução dos *hedge funds*, se somada ao fato de que os mesmos empregam as mais diversas, exóticas e, por vezes, até inovadoras estratégias de investimento, pode resultar em assimetrias informacionais entre os *hedge funds* e seus intermediários.

Num estudo conduzido em 2005 por acadêmicos da MIT Sloan School of Management, versando sobre riscos sistêmicos e sua eventual relação com *hedge funds*, os pesquisadores comentam, nesse sentido, que:

*“Estratégias dinâmicas de investimento implicam exposições a risco também dinâmicas, e enquanto a ciência econômica moderna tem muito a dizer sobre o risco em investimentos estáticos – o beta do mercado é bastante neste caso – não existe nenhuma medida de risco para estratégias dinâmicas de investimento.”*¹⁵⁴

O estudo, de eminente caráter econômico, evidencia ainda assim o potencial que os *hedge funds* têm de amplificar a possibilidade de assimetria informacional diante de seus intermediários. Como exemplo, o banco provedor de financiamento terá grandes dificuldades em avaliar um *hedge fund* que carregue em sua carteira *collateralized debt obligations*, espécie de derivativo de crédito de difícil liquidez, difícil avaliação e, freqüentemente, de grande opacidade.¹⁵⁵

¹⁵⁴No original, “*Dynamic investment strategies imply dynamic risk exposures, and while modern financial economics has much to say about the risk of static investments - the market beta is sufficient in this case - there is currently no single measure of the risks of a dynamic investment strategy.*” Tradução livre de CHANY, Nicholas T., GETMANSKY, Mila; HAAS, Shane M.; LO, Andrew W. Systemic risk and hedge funds. *MIT Sloan Research Paper*, n. 4535-05, p. 2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=671443>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

¹⁵⁵Um *collateralized debt obligation*, ou CDO, é a representação derivativa de uma relação creditícia baseada em ativos. O problema é que, dependendo da forma como é apresentado, pode ser extremamente difícil compreender quais ativos estão na ponta de um CDO, já que existem CDOs em vários graus, isto é, CDOs representativos de outros CDOs, e assim por diante.

A crise de outubro de 2008 evidenciou a inabilidade de muitas instituições financeiras ao avaliar qual o nível de risco que carregavam por conta desse tipo de instrumento, seja na posição de intermediárias, ou mesmo como proprietárias desses complicados e obscuros instrumentos.¹⁵⁶ Ainda não é evidente o quanto, mas a falta de compreensão, somada aos riscos tomados pela assunção de obrigações baseadas em instrumentos financeiros de difícil avaliação, seguramente influenciou na quebra de bancos de investimentos gigantes, no caso do Lehman Brothers, na intervenção e tomada da então maior seguradora norte-americana, a AIG, e na venda privada a preço módico do Merrill Lynch, outro banco de investimentos e importante *broker*, para o Bank of America.

Na mesma linha, o doutor Otávio Yazbek, ao comentar sobre as justificativas da regulação financeira e sua relação com os intermediários financeiros (*lato senso*), após relacionar exemplos de assimetrias informacionais entre diversos agentes de mercados, anota o que segue:¹⁵⁷

“Da mesma forma, também há assimetrias nas relações entre instituições financeiras, dificultando a avaliação dos riscos a que elas se expõem quando operam entre si. Na maior parte desses casos, sendo as relações eminentemente fiduciárias, configuram-se relações de agency entre os envolvidos [...]. Daí podem advir aquelas situações de moral hazard, em que o agente mais informado se beneficia da hipossuficiência dos demais, e, já em outro plano, também mecanismos de seleção adversa, tendo em vista a generalizada perda de confiança nos mecanismos de mercado”

Existem maneiras para se minimizar o potencial efeito negativo ou pelo menos acautelar-se contra possíveis falhas advindas da assimetria informacional entre os *hedge funds* e, seus intermediários financeiros, as quais possam porventura resultar, em menor escala, em prejuízos aos intermediários que tenham avaliado mal o risco imposto por um *hedge fund*, e em maior escala, desequilibrar as relações entre outros agentes de mercado por conta de eventual falta de confiança nos sistemas de intermediação e liquidação de ativos.

¹⁵⁶A atualidade da crise ainda não permite a distinção entre boas fontes de informação sobre o ocorrido. Ainda assim, e feita a ressalva, indica-se como um possível ponto de referência um relatório divulgado pelo departamento de serviços legislativos do Estado de Maryland, Estados Unidos: MARYLAND DEPARTMENT OF LEGISLATIVE SERVICES. *Understanding the global financial crisis and its impact on Maryland*. Oct. 2008. Disponível em: <<http://mlis.state.md.us/2008rs/misc/FinancialCrisis.pdf>>. Acesso em: 29 nov. 2008.

¹⁵⁷YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 189.

No ambiente institucional e legal norte-americano, talvez a forma prudencial de contenção de riscos mais recomendada seja a adoção de condutas padrão para avaliação e gerenciamento de risco (em Inglês, “*counterparty credit risk management*”).¹⁵⁸

Como exemplo, os *brokers* adotam exigências de garantias mínimas para que os *hedge funds* possam financiar posições alavancadas ou contratos derivativos. No caso, a garantia cobre, preferencialmente, quantia suficiente para proteger o intermediário da potencial exposição ao risco que a operação implicar.

Outras medidas de gerenciamento de risco podem incluir, por exemplo, o controle da saúde financeira dos *hedge funds* por parte dos intermediários expostos, o estabelecimento de limites financeiros ou de concentração para operações consideradas arriscadas, condução de auditorias legais nos *hedge funds*, bem como o estabelecimento de protocolos bem definidos para a liquidação de outras obrigações entre as partes.¹⁵⁹

As condutas são eminentemente privadas, e visam complementar eventuais regras estabelecidas legalmente pelos reguladores estatais, cabendo aos vários intermediários se organizarem e aderirem às mesmas. A tendência à adesão desse tipo de norma de conduta privada está diretamente relacionada com a percepção de risco dos intermediários financeiros. Não devemos afastar, ainda assim, o fato de que, quanto mais estável for o ambiente financeiro em que atuam os *hedge funds*, mais se destacarão os fundos sérios e bem organizados, atributos que por sua vez não têm direto relacionamento com o tamanho do fundo, mas sim com sua qualidade, implicando que, quanto melhores¹⁶⁰ os controles gerenciais, tanto melhor a segurança dos próprios investidores do *hedge fund* e de todas as demais contrapartes diretas ou indiretas do mesmo.¹⁶¹

Claro que num ambiente mais regulamentado, como é o caso italiano, em que a *Banca d'Italia* e a CONSOB já estabelecem extensas regras de conduta para os bancos depositários e *prime brokers* dos fundos, essas regras de conduta privada serão diferentes

¹⁵⁸Nesse sentido, vide KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. *Hedge funds, financial intermediation, and systemic risk*. Jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995907>>. Acesso em: 08 out. 2007.

¹⁵⁹Conforme relacionado em Id. *Ibid.*, p. 5.

¹⁶⁰Melhor, aqui, não significa mais restrito ou rígido, mas simplesmente adaptado às situações dinâmicas (ou não) que cada fundo representa perante seus intermediários.

¹⁶¹Kambhu informa que, após o episódio da quebra do LTCM, as condutas de regulação tanto pública como privada evoluíram consideravelmente nos Estados Unidos. In KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. *op. cit.*, p. 24.

(não inexistentes). Tenderão a abranger assuntos que porventura não tenham sido, na visão dos intermediários, devidamente cobertos pelas autoridades.

Sabemos assim que a adoção e prática de normas e condutas prudenciais nos mercados, seja por entes privados nos termos de uma auto-regulamentação, seja por meio de normativos editados por supervisor estatal especializado, não afasta completamente os riscos e perigos resultantes das assimetrias informacionais entre os *hedge funds* e seus intermediários. No entanto, é razoável supor que esse tipo de conduta constitui ferramenta relevante para uma eficaz regulação pública e regramento privado do mercado de fundos de investimento.

Há que se registrar, no entanto, que uma estrutura regulamentar excessivamente engessada, pouco dinâmica ou inadaptada, não é desejável. A hipótese de que os agentes econômicos (no nosso caso, os *hedge funds*) constituem, em regra, meios eficientes e ágeis na percepção de novas oportunidades de negócios, constituindo também potenciais centros de inovação e de geração de riqueza, não pode ser ignorada. Assim sendo, o excesso de barreiras e de restrições operacionais é contraprodutivo. Não se deve olvidar que uma das importantes características e virtudes dos *hedge funds* é justamente a capacidade de inovar, de mudar, de colher oportunidades. O *hedge fund* identifica e agarra as oportunidades que lhe são apresentadas, dentro de suas respectivas estratégias de investimento, conforme o conhecimento especializado do gestor, de forma ágil e arrojada. Claro que isso comporta riscos, que devem ser entendidos como parte do negócio, e não como disfunção.

Ben Bernanke, atual presidente do conselho federal do *Federal Reserve*, comentando em 2006 a possibilidade de regulação direta dos *hedge funds* e levando em conta as conclusões da investigação federal a respeito do caso LTCM, assim defende a importância da regulação privada desse tipo de esquema de investimento:

“A regulação direta pode ser justificada quando a disciplina de mercado for ineficiente em deter alavancagens e tomadas de risco excessivas mas, no caso dos hedge funds, a hipótese razoável é a de que os mercados funcionam. Investidores, credores e contrapartes têm incentivo suficiente para determinar a quantidade de risco que os hedge funds podem tomar. Ademais, regulação direta imporia custos sob a forma de risco comportamental (moral hazard), de provável perda de disciplina de

*mercado, e de possível limitação à habilidade dos hedge funds em prover liquidez ao mercado”*¹⁶²

Em suas conclusões, ainda no mesmo discurso, Bernanke defende expressamente a solução da disciplina privada:

*“Foco contínuo no gerenciamento de risco por contrapartes é a melhor maneira de se endereçar preocupações sistêmicas relativas a hedge funds. A adoção desta política pública não implica problemas de risco comportamental (moral hazard) decorrentes da fiscalização pública de dados privados. Pelo contrário, focar em gerenciamento de riscos por contrapartes interessadas coloca a responsabilidade de monitoramento de risco diretamente na mão daqueles agentes privados de mercado que têm os melhores incentivos e capacidade para tanto.”*¹⁶³

Veremos a seguir como poderíamos enquadrar algumas das possíveis distorções a que estão submetidas as relações entre os *hedge funds* e seus intermediários.

4.2. Hedge Funds: agência, risco comportamental e competição

4.2.1. Agência e Risco comportamental (*moral hazard*)

A relação de agência (ou “*agency*”), conforme explica Yazbek, “[...] é aquela em que poderes são delegados a uma determinada pessoa para que esta aja em nome e em

¹⁶²Vertida para o Português a seguinte transcrição: “*Direct regulation may be justified when market discipline is ineffective at constraining excessive leverage and risk-taking but, in the case of hedge funds, the reasonable presumption is that market discipline can work. Investors, creditors, and counterparties have significant incentives to rein in hedge funds' risk-taking. Moreover, direct regulation would impose costs in the form of moral hazard, the likely loss of private market discipline, and possible limits on funds' ability to provide market liquidity*” In BERNANKE, Ben S. *Hedge funds and systemic risk*. Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia - May 16, 2006. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20060516a.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2008. Discurso proferido em 16 de maio de 2006, no “Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Market Conference.

¹⁶³Tradução livre de outro trecho do mesmo discurso: “*Continued focus on counterparty risk management is likely the best course for addressing systemic concerns related to hedge funds. This public policy approach does not entail the moral hazard concerns created by authorities' monitoring of positions using a private database. Rather, a focus on counterparty risk management places the responsibility for monitoring risk squarely on the private market participants with the best incentives and capacity to do so.*” Id. Ibid.

benefício de seus constituintes.”¹⁶⁴ Tal situação pode gerar conflito de interesses, quando houver assimetrias informacionais entre quem delega poderes (*principal*) e o delegado (*agent*, ou agente). Tipicamente, o agente, dispondo de informações ignoradas pelo *principal*, aproveita-se da informação ignorada por este, agindo assim, em seu benefício.

Já o dilema relativo a essa relação, que nos interessa, diz respeito ao conceito de risco comportamental, mais conhecido por seu termo em Inglês, *moral hazard* (ou ainda como “risco moral”). Refere-se a mudanças de comportamento em resposta a estímulos de redistribuição de risco. Diferencia-se do conceito mais geral do dilema clássico entre *principal* e *agent* pela peculiar *hidden action*, ou seja, pela “[...] *dificuldade de acompanhamento das ações do “agent” pelo “principal” [...]*”¹⁶⁵

Um exemplo corriqueiro para esse tipo de situação é o aumento do apetite por riscos daqueles que contratam seguros de automóvel, se comparado com os que não contam com a proteção.¹⁶⁶

Do ponto de vista do relacionamento entre duas partes de um negócio, outro efeito perverso classificado como risco comportamental é aquele no qual, repetindo as já mencionadas palavras de Otávio Yazbek, “*o agente mais informado se beneficia da hipossuficiência dos demais*”.¹⁶⁷ Ou seja, o agente mais informado conhece melhor a exposição aos riscos a que se sujeita na relação com a outra parte, e pode assim aproveitar-se inapropriadamente da desvantagem da parte menos informada.

Fica assim mais fácil entender um possível efeito perverso na relação entre os *hedge funds* e seus intermediários. Na hipótese, o corretor de um *hedge fund* desconhece certos riscos que, por outro lado, são sabidos pelo gestor. Desse modo, esse gestor se aproveita da ignorância do corretor para assim contratar o negócio pretendido em melhores condições. A hipótese é facilmente ilustrada na situação em que um *hedge fund* contrata a mesma operação com vários *brokers* ao mesmo tempo, sem que um contratado saiba da existência do outro.

¹⁶⁴YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 43.

¹⁶⁵Id. Ibid., p. 44.

¹⁶⁶Para um comentário sucinto sobre o tema, em sede de regulação financeira, vide YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 44. O autor adota o uso do termo em Inglês, mas refere-se ao mesmo em Português como “risco moral”.

¹⁶⁷Id. Ibid., p. 189.

No caso norte-americano, esse exemplo de assimetria informacional poderia ocorrer mais facilmente, já que os *brokers* possivelmente não aceitariam tomar o risco da suposta operação se soubessem que o *hedge fund* está muito mais exposto do que imaginavam.

A situação é mitigada no cenário italiano, devido à presença da figura do banco depositário, que intermedeia as operações do *fondo speculativo*. Na Itália, ainda, há a recomendação da *Banca d'Italia* de que os *fondi speculativi* se utilizem de um só *prime broker*, diminuindo assim as evidentes possibilidades de tal ocorrência.

Uma segunda hipótese de potencial *moral hazard*, no mercado de *hedge funds*, está na clássica pressuposição de que, por conta de implícitas garantias conjecturais estatais, algum agente financeiro seja socorrido pelas autoridades em caso de crise. Ou seja, os agentes que acreditem que, em caso de quebra de suas empresas, o governo virá a seu socorro, tenderão a agir de forma mais irresponsável. Tal conceito se coaduna com o de que, quanto maior a regulação estatal, maior o interesse público na manutenção da atividade regulada.

Os *hedge funds*, no entanto, não devem ser considerados como sujeitos a esse tipo de disfunção, o que já não se pode dizer dos grandes bancos e grandes instituições financeiras. Estas podem eventualmente ser consideradas como “grandes demais para quebrar”, justificando, tanto por sua importância econômica quanto por sua relevância para a estabilidade do mercado financeiro de um determinado país, medidas de exceção voltadas a seu salvamento. Ainda não há notícia de intervenção estatal voltada ao salvamento de um *hedge fund*. Mesmo no caso do LTCM, houve o envolvimento do Banco Central de Nova Iorque, mas só como facilitador de uma saída privada. Este nunca sinalizou que se utilizaria ou disporia de meios públicos para vir ao auxílio do fundo.¹⁶⁸

Uma consequência indireta do que acima foi exposto, no entanto, seria a possibilidade de que grandes *brokers* tenham menos incentivo em fiscalizar e monitorar os *hedge funds* tomadores de seus serviços, caso venham a acreditar que, em casos de crise, o

¹⁶⁸Vide 2.15.1.1 acima.

auxílio e dinheiro público virão a seu socorro. Tal atitude seria evidentemente negativa, *vis-à-vis* dos investidores e, em última instância, da saúde dos *hedge funds* em geral.¹⁶⁹

Por fim, mencionamos a hipótese de conflito de interesse por assimetria informacional resultante da opacidade dos *hedge funds* do ponto de vista dos investidores. Nos Estados Unidos, por exemplo, os *hedge funds* são isentos de prestar uma série de informações a seus investidores,¹⁷⁰ tornando possível ao agente (no exemplo, o gestor) atuar de forma irresponsável, se acreditar que seu *principal* (o investidor) não terá conhecimento de suas ações.¹⁷¹ O caso Amaranth Advisors¹⁷² poderia ser utilizado como exemplo:¹⁷³ se fosse obrigado a reportar a seus clientes o tamanho das posições tomadas e a representatividade dessas posições no mercado de gás natural, talvez o gestor pudesse ter tido maior cautela. Argumenta-se que o fato de os gestores e funcionários dos *hedge fund* geralmente investirem porções consideráveis de seus próprios bolsos no fundo¹⁷⁴ de certa forma alinha os interesses dos gestores com os dos investidores, mitigando o risco da ocorrência do conflito de interesse pela falta de informações aos investidores.

4.2.2. Competição

Outra preocupação surge a partir da observação dos *hedge funds* e de seu impressionante crescimento nos últimos anos. Não é difícil crer que os intermediários, na busca por uma fatia dos lucros resultantes de serviços de corretagem, depósito etc., possam abrandar eventuais barreiras prudenciais para atrair *hedge funds*, forçando o padrão de seus

¹⁶⁹Sem mencionar o evidente perigo em que incorre o *broker* da hipótese aventada caso o governo não venha a seu socorro.

¹⁷⁰Vide item 2.11 acima.

¹⁷¹O clamoroso caso do fundo *Bernard Madoff Investment Securities*, que envolveu a quebra de um *hedge fund* de mais de US\$ 50.000.000.000,00 (cinquenta bilhões de dólares) em dezembro de 2008, no maior esquema de pirâmide e fraude financeira de que se tem notícia, certamente servirá de exemplo para estudos no assunto quando for devidamente esclarecido e investigado.

¹⁷²Vide item 2.15.2 acima.

¹⁷³A suposição é puramente hipotética e exemplificativa. Visto que a dominação do mercado de gás natural pelo fundo propiciou lucros no passado, a mesma situação provavelmente não seria reprovada pelos clientes, caso não houvesse a quebra do fundo. Ainda, no discurso que proferiu em 8 de fevereiro de 2007, Annette L. Nazareth, *commissioner* da SEC, reconheceu que não houve falhas no processo da quebra do Amaranth Advisors, sublinhando ainda que os intermediários do fundo trabalharam corretamente quando de sua quebra. In NAZARETH, Annette L. Speech by SEC Commissioner: remarks before the Conference of Business Economics. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch020807aln.htm>> Acesso em: 23 jan. 2008. Discurso proferido em 8 de fevereiro de 2007.

¹⁷⁴Vide item 2.12 acima.

demais competidores para baixo. Bernanke comentou, ao discursar sobre a disciplina privada do mercado de *hedge funds* e sobre o respectivo papel dos intermediários, que “[...] *por variados motivos, no entanto, os credores podem vir a não internalizar completamente os custos de problemas financeiros sistêmicos, e o tempo e a competição podem enfraquecer a memória e minar a disciplina de gerenciamento de risco.*”¹⁷⁵

Outro aspecto atribuível ao recente grande sucesso dos *hedge funds* resulta do fato de que, enquanto houver incentivo para a criação de novos fundos dessa espécie, ou para mais captação de investimentos dos já existentes, maior será a pressão competitiva, e provavelmente serão mais difíceis de encontrar oportunidades alternativas de investimento. Se, por um lado, esse fenômeno pode eventualmente reduzir os lucros dos *hedge funds* existentes, por outro lado a competição também pode resultar em menores remunerações para os gestores, em benefício dos investidores.¹⁷⁶

4.2.3. Risco sistêmico e *hedge funds*: necessidade de preocupação?

Questiona-se sobre o relacionamento dos *hedge funds* com os seus intermediários financeiros, mais especialmente com os *brokers* e provedores de crédito, e se tal relacionamento poderia resultar em risco sistêmico.

Antes de tudo, fica a ressalva de que não é intenção discutir ou elaborar sobre a definição, efeitos ou outros detalhes a respeito de riscos sistêmicos, mas sim questionar se deve haver especial atenção ao papel desenvolvido pelos *hedge funds* para que estes não dêem origem aos choques que podem detoná-los.

Inicialmente notamos que, ao classificar e comparar os vários tipos de risco inerentes ao mercado financeiro, Otávio Yazbek caracterizou o risco sistêmico como sendo:¹⁷⁷

“[...] de natureza distinta, dizendo respeito à integridade do sistema financeiro em caso de qualquer falha – isso porque, ante a interligação

¹⁷⁵No original, “*For various reasons, however, creditors may not fully internalize the costs of systemic financial problems; and time and competition may dull memory and undermine risk-management discipline.*” Tradução livre. In BERNANKE, Ben S. op. cit.

¹⁷⁶Nesse sentido, vide KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. op. cit., p. 23.

¹⁷⁷YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 27-28.

das diversas unidades que ali operam, um problema isolado pode gerar problemas que se alastrariam, afetando terceiros. [...]

Já na opinião de Kambhu *et al.*, esse tipo de risco é distinto dos demais, e sua característica essencial consiste no “[...] *potential to lead to substantial, adverse effects on the real economy* [...]”.¹⁷⁸ Ou seja, o risco sistêmico diferencia-se dos demais por seus efeitos e resultados econômicos. Esse terceiro afetado não é mais somente o intermediário financeiro ou aquele que perdeu valor de um certo ativo sujeito a variações (como um contrato de opções), mas sim terceiros não financeiros, de forma que o choque causado por um *hedge fund* venha a comprometer, por exemplo, a disponibilidade de crédito para a atividade produtiva (indústria, comércio), ou mesmo venha a desestabilizar a economia em prejuízo da segurança e confiança geral. O fantasma da retração econômica e do resultante desemprego, ocasionados pela crise de crédito iniciada nos mercados financeiros norte-americanos em 2007, parece ser exemplo de efeito de choque que afeta a economia real¹⁷⁹

Como poderiam os *hedge funds* afetar a economia real? No entendimento de Kambhu *et al.*, por meio dos efeitos diretos ou indiretos da exposição dos bancos em relação aos *hedge funds*.¹⁸⁰ Mais à frente, o mesmo estudo defende que o potencial de choque dos *hedge funds* decorre de sua natureza opaca, apetite por estratégias arrojadas e potencial de risco, por conta de alavancagem excessiva, vendas a descoberto sem a devida garantia, ou excesso de investimentos de ativos ilíquidos.

Na hipótese de risco sistêmico causado por um *hedge fund*, o mesmo estudo preconiza que um eventual choque a um banco credor, induzido por um *hedge fund* insolvente, poderia causar diminuição de liquidez para outros *hedge funds*, assim produzindo efeito de contração de crédito que poderia então alastrar-se para outros eventuais tomadores de crédito.¹⁸¹

No já referido estudo econômico de Chany *et al.*, que versa justamente sobre “*Systemic Risk and Hedge Funds*”,¹⁸² indica-se com propriedade que o episódio da quebra do LTCM suscitou questionamentos a esse particular. Supôs, ainda, que a exposição a

¹⁷⁸In KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. op. cit., p. 8.

¹⁷⁹Ressalva-se que a relativa proximidade dos eventos da crise de crédito de 2007, agravada em 2008, ainda não permite uma sua análise profunda.

¹⁸⁰In KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. op. cit., p. 11.

¹⁸¹In KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. op. cit., p. 13.

¹⁸²Vide item 4.1 acima.

riscos da indústria de *hedge funds* pode influenciar significativamente o setor bancário, resultando em novas fontes de risco sistêmico.¹⁸³

O estudo acima mencionado analisou e testou extensivamente dados financeiros relativos ao desempenho dos *hedge funds*: o histórico das liquidações dos que quebravam ou fechavam as portas por qualquer outro motivo, a correlação entre o desempenho de uma cesta de *hedge funds* e de índices tradicionais de mercado, a liquidez dos *hedge funds* em relação a outros ativos financeiros, níveis de alavancagem etc.

Constatou, por fim, que, apesar dos estudos divulgados, os dados necessários para determinar se os *hedge funds* podem representar risco sistêmico não estão disponíveis, concluindo por fim que a pesquisa “[...] *cannot determine the magnitude of current systemic risk exposures with any degree of accuracy* [...]”.¹⁸⁴ A não-conclusão logicamente não prova a inexistência de risco, mas também não estabelece sua ocorrência.

Ambos os estudos, infelizmente, são anacrônicos. A recente crise de crédito, deflagrada em 2007 nos Estados Unidos, não teve sua origem em choques causados por *hedge funds*, até onde se tenha notícia, mas sim de uma complicada e extensa conjunção de falhas, que foram amplificadas pela utilização de derivativos de créditos obscuros, como os *collateralized obligations*,¹⁸⁵ bem como por baixos padrões de análise de crédito a consumidores, tudo alimentado por grandes incertezas quanto à liquidez de grandes instituições financeiras. Os *hedge funds* até que se saíram bem, contabilizando em média menos perdas em 2008, se comparados com os índices padrão dos mercados financeiros ou com o desempenho dos *mutual funds*.¹⁸⁶ Novamente, tal constatação não diminui a proposta de Kambhu *et al*, ao concluir sobre risco sistêmico e o emprego de gerenciamento de risco de crédito de contraparte (*counterparty credit risk management – CCRM*):

“Concluimos que a corrente ênfase em disciplina de mercado e em CCRM como freios primários contra exposição a risco dos *hedge funds* seja apropriada. Caso o risco sistêmico se origine da exposição direta [a *hege funds*] do setor bancário, por exemplo, então os bancos terão os maiores incentivos em fiscalizar e limitar tais exposições a risco. Ainda

¹⁸³Tradução livre do trecho original: “[...] *risk exposures of the hedge-fund industry may have a material impact on the banking sector, resulting in new sources of systemic risks* [...]” In CHANY, Nicholas T., GETMANSKY, Mila, HAAS, Shane M. e LO, Andrew W. op. cit.

¹⁸⁴Id. Ibid., p. 97.

¹⁸⁵Vide item 4.1 acima.

¹⁸⁶Vide THE ECONOMIST, v. 389, n. 8.610. *Locked away*, cit., p. 87.

*que várias falhas de mercado possam tornar o CCRM imperfeito, este permanece como a melhor linha de defesa contra riscos sistêmicos.”*¹⁸⁷

Esta parece também ser a opinião de Bernanke,¹⁸⁸ compartilhada pelo grupo de trabalho comissionado pelo presidente norte-americano, a respeito da quebra do LTCM:

*“Grandes instituições precisam melhorar seus regimes de gerenciamento e de exposição a riscos de contrapartes. Os supervisores devem permanecer alertas às condições que podem levar instituições a suspender práticas prudentiais de gerenciamento de risco, e adequar seus esforços regulatórios para requerer que essas instituições corrijam as práticas inadequadas, de forma a reduzir a possibilidade de que tais inadequações induzam um risco sistêmico.”*¹⁸⁹

Concluímos que, apesar de não afastada a hipótese de um risco sistêmico causado por *hedge funds*, também não há comprovação dessa possibilidade. No entanto, a experiência norte-americana ensina que a adoção de regulação sistêmica e prudencial voltada aos intermediários financeiros constitui forma inteligente de limitar os riscos de efeitos negativos por conta de quebras de *hedge funds*.

O sistema italiano parece ter respondido naturalmente a essa sugestão, ao obrigar a fiscalização ativa dos *fondi speculativi* pelos bancos depositários, *vis-à-vis* da relação daqueles com seus credores e intermediários, tudo inserido num mercado financeiro altamente regulamentado pela *Banca d'Itália* e CONSOB.¹⁹⁰

¹⁸⁷Tradução livre do seguinte trecho: “We conclude that the current emphasis on market discipline and CCRM as the primary check on hedge fund risk-taking is appropriate. If systemic risk were to originate through direct banking sector exposures, for example, then the banks themselves have the strongest incentive to monitor those exposures and limit risk. While various market failures may make CCRM imperfect, it remains the best line of defense against systemic risk.” In KAMBHU, John; SCHUERMANN, Til; STIROH, Kevin J. op. cit., p. 26.

¹⁸⁸Vide item 4.1 acima.

¹⁸⁹Tradução livre do seguinte trecho: “Some large institutions need to enhance their counterparty credit risk exposure measurement and management regimes. Supervisors must remain alert to the conditions which can lead institutions to suspend prudent risk management practices, and tailor their supervisory efforts to require institutions to correct risk management weaknesses so as to reduce the likelihood that such weaknesses will pose a systemic threat.” In PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*, cit., p. D-20.

¹⁹⁰Referir ao item 3.7 acima.

5. HEDGE FUNDS NO BRASIL

5.1. O mercado brasileiro de fundos de investimentos

Os dados mais recentes sobre a indústria de fundos de investimento no Brasil, tomada em seu todo, indicam a existência de um total de 8.292 fundos no mês de dezembro de 2008.¹⁹¹ Esse número retrata um desenvolvimento considerável. Em 1953, existiam, no Brasil, 23 companhias de investimento, as formas embrionárias dos fundos. Em 1970, já eram cerca de 60 os fundos de investimento, em sua maioria constituídos na forma de condomínio.¹⁹² Mais recentemente, em 1999, contavam-se cerca de 2.600 fundos de investimento,¹⁹³ que em 2005 saltaram para 5.646.¹⁹⁴

Em termos de volume, o mercado atual registra que pouco mais de dez milhões de quotistas¹⁹⁵ investem nesses 8.292 fundos. A pujança desse mercado fica evidente, ao compararmos os valores históricos (não ajustados) do patrimônio desses fundos: em 1994, ano da criação do Plano Real, eram cerca de R\$ 48.000.000.000,00 (quarenta e oito bilhões de reais). Cinco anos depois, em 1999, os investidores haviam alocado R\$ 175.000.000.000,00 (cento e setenta e cinco bilhões de reais) em fundos de investimento.¹⁹⁶

Atualmente o mercado doméstico de fundos de investimento anota R\$ 1.094.500.000,00 (um trilhão, noventa e quatro bilhões e quinhentos milhões de reais) em patrimônio líquido, um valor considerável na economia nacional. Para se ter a dimensão do valor, o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) divulgou que o Produto Interno Bruto do segundo trimestre de 2008 foi de R\$ 716.900.000,00 (setecentos e dezesseis bilhões e novecentos milhões de reais).

¹⁹¹In ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, ano 4, ed. 33, jan. 2009. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2009.

¹⁹²In RUIZ ALONSO, Félix. Os fundos de investimentos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 65, 1971.

¹⁹³GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001. p. 23.

¹⁹⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento*. op. cit.

¹⁹⁵O número de quotistas não reflete necessariamente o de investidores, já que o mesmo investidor, se aplicar em mais de um fundo, é contado como um quotista em cada um deles.

¹⁹⁶GAGGINI, Fernando Schwarz. op. cit., p. 23.

Diferentemente dos Estados Unidos,¹⁹⁷ ou de outros lugares, as estatísticas e informações a esse respeito no Brasil são bastante confiáveis pois, como veremos, todos os fundos de investimento, não importando sua estratégia ou classificação, são supervisionados, e informam às autoridades brasileiras o valor de seus patrimônios líquidos de forma homogênea e periódica.

5.2. Histórico dos fundos de investimentos no Brasil

As primeiras figuras especializadas de gestão coletiva de investimento disciplinadas, no Direito Brasileiro foram organizadas sob a forma de “sociedade de investimento” e de “sociedade em conta de participação”.

Com a promulgação do Decreto-Lei n. 7.583 em 25 de maio de 1945, seguida do Decreto-Lei n. 9.603 de 16 de agosto de 1946, criou-se a possibilidade de constituição de sociedades de investimento, com seções internas de financiamento ou de crédito. Conforme decorre do Decreto-Lei 9.603/46, essas sociedades eram consideradas instituições financeiras e colocadas sob a responsabilidade regulamentar da Superintendência da Moeda e do Crédito.

Ricardo de Santos Freitas explica, ao relatar a gênese dos fundos no Brasil,¹⁹⁸ que essas companhias de então não se confundem com a atual figura do fundo de investimento. Eram, sim, “*formas embrionárias de investimento*”.¹⁹⁹ Diferentemente dos atuais fundos brasileiros, operavam, seja no formato de sociedade de investimento,²⁰⁰ seja no formato de sociedade em conta de participação, e tinham como sócias ostensivas as sociedades de investimento. Em princípio, não havia patrimônio especial separado, mas sim, arranjos institucionais que permitiam a segregação de “fundos” (impropriamente ditos)²⁰¹ no seio da sociedade em questão.

¹⁹⁷Vide item 2.8 acima.

¹⁹⁸Para uma análise histórica mais detalhada sobre o surgimento dos fundos de investimento no Brasil, vide FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 79-90.

¹⁹⁹*In Id. Ibid.*, p. 79.

²⁰⁰Nesse particular, vide GAGGINI, Fernando Schwarz. *op. cit.*, p. 21. O autor, em uma nota a seu texto, opina que a organização das entidades de investimento coletivo estruturadas sob a forma de sociedade não se confundem com os fundos de investimento, pois estes são condomínios, e aquelas, inseridas em contexto de Direito Societário. Tratamos da polêmica no item 5.4 abaixo.

²⁰¹Pois nada mais eram que seções do patrimônio daquelas sociedades de investimentos.

Felix Ruiz Alonso relata, em sua reconstrução histórica dos fundos de investimento no Brasil,²⁰² o surgimento do Fundo Crescincó, em 18 de janeiro de 1957, em São Paulo. Diferentemente do previsto na legislação sobre sociedades de investimento (e reafirmando uma das forças motoras do direito comercial, qual seja, a inovação da iniciativa privada), esse fundo foi constituído como um condomínio, registrado por escritura pública, sem que houvesse previsão legal para a estrutura proposta. Os condôminos então definiram um regulamento, com as regras de funcionamento do fundo, indicando uma sociedade terceira como administradora. Pode-se afirmar que a formatação desse condomínio é precursora dos atuais fundos de investimento brasileiros, representando, nas palavras de Felix Ruiz Alonso, “*Passo decisivo na história dos investimentos no Brasil [...]*”²⁰³.

No encaixo da prática comercial, e visando regular a relação entre as sociedades de investimento e seus mutuários, o Ministério da Fazenda então autorizou expressamente, por meio da Portaria n. 309 de 30 de novembro de 1959, que essas sociedades constituíssem fundos em conta de participação ou em forma de condomínio, dando as bases para a segregação patrimonial entre os ativos dos fundos e o patrimônio do gestor.

Com a promulgação da Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, outorgou-se ao Conselho Monetário Nacional - CMN²⁰⁴ a competência para expedir normas sobre os “*fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários*”, delegando ao Banco Central do Brasil a fiscalização tanto dos fundos quanto das sociedades de investimento, que passam a ser reguladas por referida Lei.

Logo em seguida, em 10 de dezembro de 1968, o Banco Central implementa a Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 103. Essa Resolução proibiu, em seu inciso IV, a constituição, administração e gerência de fundos mútuos de financiamento por parte das sociedades de crédito, investimento ou financiamento.

Por fim, o mesmo órgão emitiu a Resolução n. 131, datada de 27 de janeiro de 1970, dispondo que a constituição de fundos mútuos de investimento no Brasil dependeria de autorização prévia do Banco Central, vedando a constituição de novos fundos dessa natureza até que o Banco Central dispusesse de seu regime.

²⁰²In RUIZ ALONSO, Félix. op. cit., p. 65.

²⁰³In Id., loc. cit.

²⁰⁴Que, conforme a Lei n. 4.595 de 31 de dezembro de 1964, substituiu a Superintendência da Moeda e do Crédito. Essa mesma Lei é também o marco inicial do Banco Central da República do Brasil, o atual Banco Central do Brasil. Ambos são organizados sob o Ministério da Fazenda, conforme dispõe o Decreto-Lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967.

O assunto foi finalmente regulado meses depois, mais precisamente em 14 de abril de 1970. Foi nessa data que o CMN, por meio do Banco Central, entabulou a Resolução n. 145. O normativo firmou as regras de funcionamento do fundo mútuo de investimento, indicando o condomínio aberto como sua veste jurídica. A estrutura organizacional proposta pelo Banco Central é a atualmente empregada nos fundos de investimento brasileiros, o que nos permite concluir que essa Resolução n. 145/70 deu origem normativa ao atual regime estrutural dos fundos de investimento pátrios, como são hoje reconhecidos.

A referida norma revogou a Portaria n. 309 de 30 de novembro de 1959, forçando o alinhamento das sociedades de investimento ao esquema ali esboçado. Estabeleceu também capitais mínimos para os administradores dos fundos. Indicou ainda que somente os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento e as sociedades corretoras poderiam ser administradores de fundos. Como resultado, o administrador do fundo deveria sempre ser instituição financeira ou equiparada²⁰⁵, autorizada a funcionar pelo Banco Central.

Interessante notar ainda que essa Resolução n. 145/70 delimitou de forma substancial os aspectos operacionais mais importantes dos fundos mútuos de investimento. Para começar, os administradores só podiam investir em títulos e valores mobiliários e conforme o fracionamento determinado na normativa: pelo menos 60% em ações, ou em debêntures conversíveis em ações, e até 40% em títulos de renda fixa. Havia ainda regras de concentração, determinando que tal fundo não poderia deter mais que certa quantia de seu capital em um só emitente. As quotas deveriam ter seu valor calculado diariamente, e o quotista podia solicitar resgate a qualquer tempo, sendo por fim o administrador obrigado a seguir certas regras de publicidade e de remessa de informações direcionadas às autoridades e aos investidores.

Observa-se sem dificuldades que o regime desse embrião dos atuais fundos já era bastante restritivo e engessado, se comparado com as liberdades operacionais de que desfrutava o fundo norte-americano A. W. Jones & Co. já em 1949.²⁰⁶

Por fim, em 7 de dezembro de 1976, com a promulgação da Lei 6.385, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, CVM, que passou a concorrer com o Banco Central em relação à matéria dos fundos de investimento.

²⁰⁵A sociedade corretora é exemplo de entidade equiparada a instituição financeira.

²⁰⁶Vide item 1.1 acima.

Com isso, surge um regime de competência bipartida no tocante aos fundos de investimento: à CVM cabia baixar normas sobre certos tipos de fundo (os que investiam principalmente em ações e outros valores mobiliários), cabendo ao Banco Central regular outros determinados tipos (os que tinham maior concentração de carteira em renda fixa). Apesar de ambos os órgãos serem divisões do CMN, não havia, no relato de Ricardo de Santos Freitas²⁰⁷, tratamento homogêneo das regras elementares dos fundos de investimento (regras de constituição e registro, para emissão e resgate de quotas, diversificação de risco, utilização de ativos, publicidade e contábeis).

Com as modificações à Lei n. 6.385/76, promovidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, houve finalmente a indicação de qual dos dois seria o órgão único responsável pelos fundos de investimento. Essa Lei classificou as quotas dos fundos de investimento e demais títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente²⁰⁸ como valor mobiliário,²⁰⁹ atribuindo assim à CVM a competência de regulamentar qualquer fundo de investimento ofertado publicamente no Brasil.²¹⁰ Na prática adicionou à sua competência os fundos de investimento financeiros, antes sob responsabilidade do Banco Central.

Em seguida, com a publicação da Lei 10.411, em 26 de fevereiro de 2002, o legislador atribui à CVM novos parâmetros organizacionais, institucionalizando sua maior autonomia, alargando seu rol de competências, fortalecendo a dotação e autonomia operacional dessa comissão e permitindo a integração dos fundos prevista na Lei n. 10.303/01.

²⁰⁷In FREITAS, Ricardo de Santos. op. cit., p. 94.

²⁰⁸A alteração foi feita no segundo artigo da Lei n. 6.385/76, que passou a ter a seguinte redação: "Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; [...] IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. [...]"

²⁰⁹Com a nova redação dada à ICVM 409 pela Instrução CVM n. 456, de 22 de junho de 2007, passou-se a utilizar a denominação mais genérica "ativos financeiros", em substituição a descrição "títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais" do artigo 2º da ICVM 409. No entanto, permanece a denominação "fundos de investimento em valores mobiliários" na Lei 6.385/76. Talvez fosse mais correta a adequação da norma superior à nova denominação, já que mais genérica. Para uma discussão mais detalhada a respeito da conceituação de valores mobiliários e de outras espécies de instrumentos financeiros no Brasil, vide YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 87-130.

²¹⁰Em decorrência do quanto disposto no artigo 2º da Lei 6.385/76, a CVM declina responsabilidade sobre os fundos de investimento que não sejam ofertados publicamente. Isto não impede que em alguns casos o registro de fundos de investimentos privados perante a CVM, com o intuito de afastar polêmica sobre a natureza do fundo ou aplicabilidade das normas da CVM.

A integração definitiva ocorre com a Instrução CVM n. 409, em 18 de agosto de 2004 (a “ICVM 409”), em que se combinam os padrões para a extinção do regime bipartido ainda operante, que findou em 31 de janeiro de 2005.²¹¹

5.3. Legislação vigente

O artigo 174 da Constituição Federal, a Lei 4.565/64, a Lei 4.728/65 e a Lei 6.385/76 constituem atualmente o embasamento legal da regulamentação dos fundos de investimento no Brasil.

O referido artigo da Magna Carta fundamenta a atuação normativa e reguladora do Estado na atividade econômica. Vejamos:

“Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

Seguindo o comando constitucional, o legislador estruturou, em Lei, a função regulamentar técnica que por fim desemboca na atividade normativa e regulamentar da CVM sobre os fundos de investimento. A Lei 4.565/64 é responsável pela estruturação do Sistema Financeiro Nacional, cria o CMN e dispõe sobre suas competências. Por seu turno, a Lei 4.728/65 indica, dentre outros, que cabe ao CMN disciplinar o mercado financeiro e de capitais, e dita as regras gerais e princípios de tais mercados. Já a Lei 6.385/76 institui a CVM no bojo do CMN, vinculando-a ao Ministério da Fazenda. Prescreve que as ofertas públicas de valores mobiliários são de competência da CVM, para que emita regulamentos autorizados²¹² referentes às matérias nela contidas, classificando por fim as quotas dos fundos de investimento e as ofertas públicas de títulos e contratos de investimento coletivo no rol dos valores mobiliários.

Como conseqüência, coube à CVM regulamentar as principais regras atinentes aos fundos de investimento. Esses comandos foram sendo aperfeiçoados pela incorporação

²¹¹Data determinada na Instrução CVM n. 413, de 30 de dezembro de 2004.

²¹²Os regulamentos autorizados são entendidos no sentido dado pelo professor e ministro Eros Roberto Grau como “os que, decorrendo de atribuição do exercício de função normativa explícita em ato legislativo, importam o exercício pleno daquela função – nos limites da atribuição – pelo Executivo, inclusive com a criação de obrigação de fazer ou deixar de fazer alguma coisa” In GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 1. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 1996. p. 189.

de uma série de novas regras e pela reforma de outras,²¹³ que resultaram no atual quadro legislativo e regulamentar que comanda o assunto.

Em decorrência da atribuição de competência unificada sobre a matéria de fundos de investimento, a CVM, exercendo sua discricionariedade técnica e poder sobre o assunto, tratou de consolidar uma série de regras atinentes aos fundos de investimento no corpo da ICVM 409. Ao longo do tempo, a CVM aperfeiçoou a normativa, inserindo-lhe novas regras, em um processo contínuo de aprimoramento.²¹⁴

A ICVM 409 é o principal, mas não único regulamento autorizado a respeito de fundos de investimento privados²¹⁵ no Brasil. A própria normativa citada determina, em seu artigo primeiro, os tipos de fundo que não são por ela tratados e que, por consequência lógica, contam com regulamentação própria.

São dezenove os tipos de fundos não regulados, mencionados expressamente na ICVM 409: os Fundos de Investimento em Participações; Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE); Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro; Fundos de Conversão; Fundos de Investimento Imobiliário; Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro; Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; Fundos de Investimento Cultural e Artístico; Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI; e finalmente os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.

²¹³A dissertação leva em conta as atualizações legislativas à Lei 6.385/76, efetuadas até o Decreto n. 4.300, de 12 de julho de 2002.

²¹⁴A ICVM 409 foi alterada pelas Instruções CVM n. 411, de 26 de novembro de 2004; 413, de 30 de dezembro de 2004; 450, de 30 de março de 2007, n. 456, de 22 de junho de 2007, e pela de n. 465, de 20 de fevereiro de 2008.

²¹⁵Não pretendemos tratar aqui dos fundos estatais, como o FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador, por exemplo, ou necessariamente vinculados ao poder público, como no caso dos Fundos Mútuos de Privatização (Resolução CMN n. 1.806, de 27 de março de 1991), ou mesmo dos fundos de desenvolvimento regionais, os Fundo de Investimentos do Nordeste, Amazônia ou de Recuperação Econômica do Estado do Espírito Santo, regidos pelo Decreto-lei n. 1376 de 12 de setembro de 1974.

Todos os tipos de fundos não padronizados pela ICVM 409 contam naturalmente com sua própria normativa, cuja análise detalhada escapa ao objeto do presente estudo.²¹⁶ O que nos interessa é o fato de que todos esses tipos de fundos não recebidos pela ICVM 409 contam com fortes restrições quanto ao objeto de seus investimentos. Em todos, o regulamentador comandou fracionamentos mínimos para composição de suas carteiras, limitou o acesso a entes estatais, ou praticamente determinou a exclusividade quanto ao objeto do investimento.

É o exemplo do FUNCINE,²¹⁷ fundo fechado que deve aplicar pelo menos 80% de seu patrimônio para financiar empreendimentos cinematográficos que tenham sido pré-aprovados pela Agência Nacional de Cinema, e o saldo restante deve ser colocado em títulos públicos de renda fixa.

Mesmo caso dos Fundos de Investimento em Participações, ou “FIP”²¹⁸ fundo obrigatoriamente fechado, que poderíamos relacionar como sendo espécie de veículo de *private equity* ou *venture capital*²¹⁹ brasileiros. Devem necessariamente investir em ativos que representem participação societária em companhias abertas ou fechadas, sendo exigido o ativismo societário por parte dos gestores do fundo, que são obrigados pela norma a interferir no processo decisório de todas as companhias investidas, mediante inclusive, apontamento de conselheiros das mencionadas sociedades anônimas.

Em outro, o Fundo de Índice (ou Fundo de Investimento em Índice de Mercado), regulado pela Instrução CVM 359, de 22 de janeiro de 2002, temos um fundo aberto que, segundo a normativa, deve manter pelo menos 95% dos valores vertidos pelos investidores aplicados em ativos financeiros, de forma a refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência que seja oficialmente reconhecido pela CVM, tal como o índice Bovespa. A regra determina que o fundo invista de forma a acompanhar o mais precisamente possível o índice adotado, e variações de 4% para mais ou para menos podem

²¹⁶Recomenda-se para tanto verificar as características de cada fundo não regulado pela ICVM 409, inclusive, daqueles não mencionados como exclusivos, a compilação feita em 2006, in FREITAS, Ricardo de Santos. op. cit., p. 105-128. O leitor deverá, contudo, atentar para o fato de que a referida obra, ainda que bastante atual, não analisou os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, objeto da Instrução CVM n. 444, de 8 de dezembro de 2006.

²¹⁷Os FUNCINE são principalmente regulados pela Medida Provisória n. 2.228-1, de 6 de setembro de 2001, pela Lei n. 10.454 de 13 de maio de 2002, conforme alterada pela Lei n. 11.437, de 28 de dezembro de 2006, e pela Instrução CVM n. 398, de 28 de outubro de 2003, esta alterada pelas Instruções CVM n. 435 de 5 de julho de 2006 e pela de n. 451, de 3 de abril de 2007.

²¹⁸O FIP é regido pela Instrução CVM n. 391, de 16 de julho de 2003, conforme modificada pelas Instruções CVM 435 de 5 de julho de 2006, 450 de 30 de março de 2007 e 453 de 30 de abril de 2007.

²¹⁹Vide item 2.6 acima.

constituir motivo tanto para o afastamento do gestor, quanto para a extinção do condomínio.²²⁰

As restrições operacionais impostas pelas concentrações e fracionamentos compulsórios nos fundos não padronizados pela ICVM 409, acima descritos, exemplificam a distância entre esses fundos e o conceito de *hedge fund*, principalmente no tocante à característica de flexibilidade operacional do gestor.

Não podemos deixar de mencionar que o regime jurídico dos fundos de investimento, nos ditames do artigo 2º da ICVM 409, é o da comunhão de recursos “*constituída sob a forma de condomínio*”. Acertadamente ou não, a opção do regulamentador em assim os definir invoca a figura do condomínio, conforme regulada em nosso Código Civil.²²¹ Essa classificação causou, e ainda causa, uma série de questionamentos doutrinários, como não podemos deixar de observar a seguir, resumidamente.

5.4. Atual conceituação doutrinária dos fundos de investimento

Parece-nos que a história da escolha do legislador pela figura condominial foi a maneira de adequar uma situação prática (a necessidade de segurança jurídica para a constituição de esquemas coletivos de investimento), ao panorama jurídico brasileiro então existente.

Como na Itália, a tradição brasileira é civilista, ou seja, de origem romano-germânica e, assim como naquele país, há no Brasil dificuldade conceitual de se firmar a natureza jurídica dos fundos de investimento sem que se resvale no tema da dupla propriedade.²²²

A solução brasileira verteu para a tipificação dos fundos sob a figura condominial, diferentemente do exemplo italiano, em que houve a indicação de determinadas regras

²²⁰ Artigos 58 e 35 de referida Instrução.

²²¹ O Código Civil Brasileiro, Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002 trata do assunto em seu Livro III – Do Direito das Coisas, em artigos ali esparsos.

²²² Vide item 3.2 acima.

aplicáveis ao patrimônio especial que constitui o fundo, sem determinação expressa de aplicação ou de outro regime jurídico já tipificado.²²³

Nos Estados Unidos, o debate sobre a determinação da natureza jurídica do fundo não é de igual interesse, pois, além de se reconhecer com maior facilidade o conceito de dupla propriedade, a forma jurídica dos esquemas coletivos de investimento pode ser das mais variadas (*trusts, limited liability companies, corporations*). Do ponto de vista estatal norte-americano, o que conta é a adequação ao tipo *investment company*, para fins de enquadramento na *Investment Company Act*. Do ponto de vista dos gestores de um *hedge fund* naquele país, importa a adequação da forma do fundo para que este possa isentar-se das regras que restringem e delimitam a atuação das *investment companies*, qualquer que seja seu tipo. Compreende-se a predominância da escolha da forma societária, pela vantagem da limitação das perdas ao capital investido pelos *limited partners*.²²⁴

Visto que todos os fundos de investimento no Brasil sejam condomínios, a tentativa de subsunção do conceito de *hedge fund* a algum tipo organizativo de esquema de investimento brasileiro, se houver, não será afetada diretamente pelo acerto ou não do legislador quanto à escolha do formato jurídico. No entanto, não podemos deixar de notar o debate doutrinário a respeito, ainda restrito e seguramente carente de mais atenção, uma vez que central à compreensão dos direitos e obrigações que orbitam o fundo de investimento.

Ainda em 1956, o professor Oscar Barreto Filho enfrentou pioneiramente a questão da organização das primeiras formas de gestão coletiva de investimento no país: as sociedades de investimento. O professor defende em sua obra, *Regime jurídico das sociedades de investimentos: ("Investment trusts")*,²²⁵ a relevância do enquadramento dos fundos a um tipo associativo reconhecido pelo ordenamento, para assim permitir “o estabelecimento de certeza e segurança nas relações jurídicas, o que não aconteceria se se preferisse, atendendo a todas as peculiaridades dos “*investments trusts*”, dar-lhe a forma de contrato inominado, atípico”.²²⁶ Inaugura assim o importante, contudo pouco prolífico debate sobre o assunto.

²²³Vide item 5.4 acima.

²²⁴Nesse sentido, vide item 2.2 acima.

²²⁵BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos*. São Paulo: Max Limonad, 1956. O texto tem sua origem em tese apresentada no concurso de cátedra de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em 1956.

²²⁶BARRETO FILHO, Oscar. op. cit., p. 195.

Após cuidadoso estudo da figura da sociedade de investimento, do instituto do *trust* e suas implicações comparatísticas, o professor defende a idéia de se relacionarem ao tipo societário os fundos de investimento brasileiros (então constituídos sob as sociedades de investimentos), figura esta que associou aos *investment trusts*. Nesse sentido, afirma que “[...] o instituto que melhor traduz em termos jurídicos a armadura e os mecanismos da atividade econômica por ele desenvolvida é o contrato de sociedade, nas duas formas de sociedade por ações e de sociedade em conta de participação, conforme a empresa seja, respectivamente, do tipo fechado (closed-end) ou do tipo aberto (open-end)” [...] ²²⁷. Dentre outros, defende que há *affectio societatis* numa empresa econômica do tipo *investment trust*, por conta da intenção dos investidores em congregarem recursos para aquisição e gestão de uma carteira de valores mobiliários, bem como pela decorrente identidade de interesses e espírito de colaboração ativa.²²⁸ Indica ainda que o sistema de base romanista é perfeitamente capaz de assimilar novas finalidades, propondo que “[...] devemos procurar no quadro de nossas instituições os instrumentos jurídicos mais adequados à satisfação dos diversos fins econômicos alcançados pelo trust, entre eles os visados pelos *investment trusts*.” ²²⁹

Já mais à frente, em 1971, Félix Ruiz Alonso discorda da conclusão do professor Barreto Filho. ²³⁰ O autor defende que essa comunhão de recursos não poderia ser tipificada como sociedade, pela ausência da *affectio societatis* entre os investidores, contrariamente ao quanto defendido por seu precursor na discussão. Segundo o mesmo, no condomínio mobiliário, a comunhão “[...] relaciona apenas os sujeitos com a coisa [...] não é relação das pessoas entre si”. ²³¹ O autor assim louva a escolha legislativa, tanto pela ausência da *affectio societatis*, (consubstanciada pela ausência de trabalho e esforço para um fim comum entre os comunheiros) que, em sua opinião, impossibilitaria a aplicação das regras societárias ao assunto, quanto pela evidente relação de co-propriedade entre os investidores, o que em sua opinião justifica a tipificação condominial.

Em 1990, notamos com interesse artigo publicado por Arnaldo Wald, discursando sobre fundos imobiliários. Tangenciando o assunto da classificação jurídica dos fundos de investimento (ou em sua denominação, “fundos do mercado de capitais”) no Brasil, o eminente jurista reabre o debate, argüindo sob esse particular que a designação e a

²²⁷Id., loc. cit.

²²⁸Id. Ibid., p. 163.

²²⁹Id. Ibid., p. 144.

²³⁰RUIZ ALONSO, Félix. op. cit., p. 61-83.

²³¹Id. Ibid., p. 77.

semântica são secundários, pois o importante é a “*capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em Juízo, e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio do seu gestor.*”²³²

Em 2006, Ricardo de Santos Freitas aprofunda-se sobre o tema, publicando elogiável obra, decorrente de sua tese de doutoramento defendida com sucesso na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. O livro fundamenta-se em teorias associativas, analisa o desenrolar do problema, faz comparações detalhadas com o Direito Estrangeiro e visita com minúcia a opinião dos autores que trataram do tema no País. Dentre os argumentos apresentados, vislumbra a existência de *affectio societatis* entre os investidores, ao reconhecer a presença, nos fundos, de elementos como a contribuição com bens (o próprio investimento), o desenvolvimento de atividade econômica com fim lucrativo, objetivo de alcance e posterior partilha de resultados. Relembra, pertinentemente, que não há vedação em qualquer norma conhecida de que a figura do administrador do fundo seja também quotista do mesmo.²³³

O autor conclui advogando a aplicação da teoria da organização associativa à dogmática dos fundos de investimento. Defende que o legislador poderia contribuir “[...] *eliminando da regulamentação dos fundos de investimento qualquer referência ao instituto condominial.*”²³⁴ Roga, por fim, a aplicação dos princípios do Direito Societário, subsidiariamente às normas específicas aplicáveis aos fundos.

No mesmo ano de 2006, o advogado e professor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, publica parecer versando sobre a natureza jurídica de um fundo de investimento anônimo²³⁵, originalmente emitido em 25 de agosto de 2004. O parecer, dirigido ao gestor do fundo,²³⁶ emprega excelentes argumentos em favor da aplicação subsidiária das regras societárias em matéria de fundos de investimento. Para chegar às suas conclusões, versa sobre a *affectio societatis*, a conceituação de patrimônio do fundo e outras questões fulcrais ao assunto.

²³²WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 80, p. 18, 1990.

²³³FREITAS, Ricardo de Santos. op. cit., p. 227.

²³⁴Id. Ibid., p. 270.

²³⁵FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembléia de quotistas; *quorum* qualificado para destituição de administrador de fundo. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6 p. 11-39, 2006.

²³⁶Como curiosidade, aponta-se que esse fundo era regido pela Instrução CVM n. 302, de 5 de maio de 1999, suplantada pela ICVM 409.

Em resumo, o professor defende que o fundo em análise pode ser tipificado como sociedade não personificada, afastando assim a forma condominial e, por consequência, advogando a aplicabilidade do disposto no Código Civil sobre Direito Societário (e, analogicamente, as disposições complementares da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, a conhecida Lei da Sociedade Anônima) em suplemento às regras especiais aplicáveis ao fundo.

5.5. Órgãos reguladores dos fundos de investimento no Brasil

5.5.1. O Conselho Monetário Nacional e a CVM

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM - foi instituída pela Lei 6.385/76. A atual redação do artigo 5º da referida norma indica que a CVM constitui *“entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”*

A CVM é ente integrante do Sistema Financeiro Nacional, sistema este lastreado na Lei 4.595/64. O Sistema Financeiro Nacional congrega o CMN, o Conselho Nacional de Seguros Privados e o Conselho de Gestão da Previdência Complementar. A CVM insere-se no Conselho Monetário Nacional na figura do Ministro da Fazenda, este último presidente do CMN. O Conselho é ainda composto pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo presidente do Banco Central.

Atua como entidade supervisora das matérias que lhe indica a Lei. Dentre suas funções, destacamos as de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, estimulando as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

O conceito de valor mobiliário mencionado nessa lista de competências da CVM inclui as quotas dos fundos de investimento e os títulos e contratos de investimento coletivo²³⁷, sendo assim reconhecida a competência da CVM para regulamentar as principais questões a respeito.

Outra atividade relevante para o nosso estudo, dentre as atribuídas à CVM, é supervisionar contratos de derivativos, assim como fiscalizar das bolsas de mercadorias e futuros, as bolsas de valores e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. Por consequência, as transações de ações e de derivativos padronizados por intermédio da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, ou da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos são exemplos pertinentes de atividades indiretamente supervisionadas pela CVM e, em alguns aspectos, pelo Banco Central²³⁸. Esse detalhe é de particular importância sistêmica, vez que boa parte dos ativos financeiros negociados pelos fundos de investimento são assim indiretamente supervisionados pela CVM e pelo Banco Central.

A adoção das competências anteriormente atribuídas ao Banco Central (*e.g.*, fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior), principalmente aquelas relacionadas na Lei 10.303/01, implicou considerável aumento de responsabilidades da CVM, que passou assim a regulamentar a constituição e operação de praticamente todos os fundos de investimento no Brasil.²³⁹

As principais decisões da CVM são tomadas por um colegiado, composto por um presidente e quatro diretores, todos apontados pelo Presidente da República. Além de definir as políticas a serem adotadas pela autarquia, cabe ainda ao colegiado direcionar as práticas da superintendência, a instância executiva da CVM.²⁴⁰

As normas emanadas pela CVM são de diferentes níveis. A CVM, no cumprimento de suas funções, emite e publica Instruções, Deliberações, Pareceres, Pareceres de Orientação, Nota Explicativa, Portarias e Atos Declaratórios. As Instruções constituem a regulamentação do rol de matérias listado na Lei 6.385/76. Já as Deliberações representam as decisões do colegiado, em assuntos de sua competência, conforme o regimento interno. Os Pareceres, Pareceres de Orientação e as Notas Explicativas são as

²³⁷Vide item 5.2 acima.

²³⁸Ao Banco Central cabe organizar e supervisionar as entidades privadas que atuam como intermediárias entre as instituições financeiras, em temas de negociação, custódia ou liquidação de ativos.

²³⁹Vide item 5.3 acima.

²⁴⁰Sua estrutura regimental é determinada pelo Decreto n. 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.

formas de publicidade para as consultas, entendimentos e de exposições de motivos do órgão. A Portaria diz respeito a atos administrativos internos e, finalmente, os Atos Declaratórios servem para divulgar credenciamentos ou autorizações para o exercício de atividades do mercado de valores mobiliários (como o credenciamento dos administradores dos fundos de investimento).

Ao exercer sua função normativa, a CVM tem o salutar costume de consultar o público interessado anteriormente à edição das Instruções. Adotando o permissivo do artigo 8º, § 3º da Lei 6.385/76, a CVM publica e divulga assim os projetos de normas que pretende adotar, de forma a permitir ao público fazer considerações a respeito, muitas vezes levadas em conta.

Diante do panorama de sua competência regulamentar infralegal, pode-se atribuir à CVM a competência para a solução de grande parte dos assuntos pertinentes aos fundos de investimento, sendo reservada ao Banco Central competência regulamentar residual, principalmente em matéria bancária e cambial²⁴¹.

5.5.2. ANBID

Antes de seguir na argumentação, faz-se necessário apresentar a Associação Nacional dos Bancos de Investimento, ANBID. Trata-se de uma associação civil, sem finalidade econômica, voltada à representação dos interesses setoriais de seus associados. A ANBID inclui em seus quadros determinadas instituições financeiras, notadamente bancos de investimento e bancos múltiplos com carteira de investimento, outras instituições financeiras com interesses no mercado de capitais, como gestoras e administradoras de fundos de investimentos, e também instituições não financeiras que exerçam atividade vinculada ao mercado de capitais. Segundo informações da própria associação, congrega em seus quadros gestoras de recursos que movimentam cerca de um terço do produto interno bruto brasileiro.²⁴²

²⁴¹Por exemplo, a Resolução CMN n. 3.533, de 31 de janeiro de 2008, que trata de regras contábeis de registro de ativos.

²⁴²Informações relatadas pela própria Associação Nacional dos Bancos de Investimento, em seu sítio na internet: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_A_ANBID&db=CalSQL2000&docid=392B57421934A14B03257116006C050F>. Acesso em: 03 jan. 2009.

A ANBID desenvolve várias atividades de interesse setorial, dentre as quais se destaca o provimento de informações quantitativas sobre as atividades econômicas de suas associadas, mediante recolhimento e análise de dados a que se sujeitam essas associadas. Chama-nos especial atenção a atividade voltada aos fundos de investimento.

No cumprimento de suas funções, a ANBID também promove iniciativas de auto-regulação, consubstanciadas por códigos de aplicação compulsória para seus associados e optativos para as demais entidades que queiram aderir a eles. Entre estes códigos, e já no assunto dos fundos de investimento, destacam-se dois: o Código de Auto-Regulação ANBID para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais e o Código de Auto-Regulação da ANBID para Fundos de Investimento.

Não é a única entidade privada que promove auto-regulação, mas, por sua importância no mercado de fundos de investimento, constitui exemplo válido.

Abordaremos de modo oportuno alguns aspectos de relevo dos referidos Códigos mais adiante neste discurso.

5.6. Fundos de Investimento: ICVM 409

5.6.1. Panorama normativo infralegal

Coube então à CVM regulamentar os fundos de investimento no Brasil. Como passou a concentrar poder regulamentar sobre todos os tipos de fundo em 2001,²⁴³ nota-se que houve uma convergência dos conceitos utilizados na determinação dos vários aspectos atinentes aos fundos de investimento brasileiros.

O que ocorria, e de certa forma ocorre até hoje, era a determinação da estrutura e parâmetros organizacionais e funcionais de cada fundo de forma heterogênea. Isto é, na prática cada tipo de fundo contava com uma regulamentação específica, que determinava o formato em que deveria ser constituído (aberto ou fechado, exclusivo ou não), apontando os deveres dos administradores, as regras de acesso (quem poderia ser quotista), o conteúdo do regulamento, formas de cotização, publicidade etc.

²⁴³Vide 5.2 acima.

Conforme informado, a competência única em fundos de investimento atribuída á CVM permitiu que as diferenças fossem aproximadas, termos técnicos harmonizados e que houvesse convergência entre outros elementos nucleares das diferentes espécies de fundos.

Em 18 de agosto de 2004, houve a publicação da já referida ICVM 409. Relembrando sua importância, a norma reuniu e consolidou o ordenamento infralegal dos antigos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários, objeto da Instrução CVM 302, de 5 de maio de 1999, e dos fundos de investimento anteriormente regulados pelo Banco Central, em um só tipo de fundo. O que houve na prática foi a criação de um novo regime de fundos de investimento no Brasil

Essa nova espécie de fundo não conta com nomenclatura específica,²⁴⁴ pelo que se adota o nome Fundos de Investimento (abreviadamente, “FI”), seguindo a referência de seu primeiro artigo.

Sua importância decorre da abrangência da norma. Como reuniu um grande universo de classes de fundos de investimento, os FI constituem atualmente esmagadora maioria no mercado brasileiro, tanto em volumes financeiros investidos, como em número de fundos e de quotistas.²⁴⁵

Consagrando a tradicional fórmula estrutural dos fundos de investimento brasileiros, o FI, nos termos do artigo segundo da ICVM 409, “*é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”. Ainda, como regra geral, são abertos ou fechados: na primeira modalidade os quotistas podem requerer o resgate a qualquer tempo; na segunda, somente quando do término do prazo de duração previsto no fundo. Podem também ser exclusivos, se voltados a um só condômino.²⁴⁶

Os FI podem aplicar seu patrimônio em títulos e valores mobiliários, ativos financeiros. Os ativos financeiros, para os fins da normativa, são os seguintes, nos ditames do artigo 2º da ICVM 409:

I – títulos da dívida pública;

II – contratos derivativos;

²⁴⁴Vide FREITAS, Ricardo de Santos. op. cit., p. 103. A escolha da denominação Fundo de Investimento seguiu a escolha do autor.

²⁴⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento, cit.

²⁴⁶O conceito de condomínio unitário, nesse caso, seguramente apresenta desafios ao entendimento da natureza jurídica dos fundos de investimento. No entanto o debate escapa ao objeto do presente trabalho.

III – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no inciso IV;

IV – títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;

V – certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;

VI – o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;

VII – quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou co-obrigação de instituição financeira; e

VIII – warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.”

Além da lista acima, devem ser observadas outras regras interpretativas, conforme explicado na seqüência do artigo. A ICVM 409 admite, por exemplo, que os ativos financeiros da mesma natureza econômica negociados no exterior possam ser considerados como ativos, analogamente aos ativos do regulamento, desde que atendidas certas condições, notadamente a admissão dos mesmos em negociação de mercado regulado.²⁴⁷

A inclusão de conceitos como “*contratos derivativos*” e “*outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais*” confirma a forma relativamente aberta adotada na delimitação dos ativos passíveis de serem agrupados sob um FI.

Outras características dos FI que merecem destaque são as imposições burocráticas para concessão de registro do fundo pela CVM, pressuposto para sua operação. O administrador deve entregar para análise da CVM, conforme o caso, o regulamento do fundo, seu prospecto (dispensável em alguns casos), nomear o auditor independente, e devolver formulário específico devidamente preenchido.²⁴⁸

Merece também destaque a determinação da CVM de que os FI abertos mantenham e divulguem diariamente o valor de suas quotas e seu patrimônio líquido.

²⁴⁷Sobre mercados regulados para esse fim, vide item 5.6.3.1 abaixo.

²⁴⁸Artigo 8º, ICVM 409. A norma requer ainda a apresentação de dados relativos ao registro do fundo em cartório, seu CNPJ, e declarações específicas do administrador.

Teoricamente, o gestor poderá contratar com o investidor a regra de resgate que preferir, desde que esta seja especificada no regulamento. Mas uma vez apurado o valor das quotas cotizadas, nos termos do regulamento, o pagamento do resgate deve ocorrer em até 5 dias úteis.²⁴⁹ O fundo de investimento voltado a investidores qualificados pode regular de forma diferente as regras de pagamento do resgate, principalmente quanto ao prazo para pagamento.

Notamos com interesse que essa regra de pagamento e resgate tem sua exceção. O gestor poderá suspender o resgate das quotas ou seu pagamento, caso os ativos do fundo sejam perigosamente ilíquidos em um determinado momento, de forma a prejudicar potencialmente os quotistas (ou credores, se já cotizados e ainda não pagos) do fundo. O prejuízo mais comum nesse tipo de situação é a possibilidade de não haver caixa suficiente para o pagamento isonômico de todos os quotistas, caso o gestor seja levado a se desfazer dos ativos naquele momento. Nesse caso, a ICVM 409 determina a instalação de assembléia geral extraordinária de condôminos para deliberação do assunto. A assembléia poderá decidir, por exemplo, liquidar totalmente o fundo, substituir o gestor, ou mesmo manter a atual situação de suspensão. A decisão gerencial de se suspenderem os pagamentos não é simples poder discricionário do administrador, mas sim o exercício do dever fiduciário de se manter a isonomia entre os quotistas, na medida em que existe a possibilidade de prejudicar os que permanecem investidos em relação aos que pedem resgate.

Outra regra digna de nota é a vedação do administrador de contrair empréstimo em nome do fundo. Na prática, os administradores (ou gestores) do fundo só podem alavancá-lo mediante contratação de contratos derivativos, e não mediante mútuo (como ocorre nos EUA). A alavancagem dos FI ocorre em decorrência do fato de que os contratos derivativos permitem que o gestor efetue compra ou venda opções de ativos utilizando menos capital (como no caso da venda a descoberto). Caso a expectativa do gestor se confirme, o derivativo contratado trará mais lucro por capital investido. Caso contrário, as perdas podem vir a ser desproporcionais ao capital investido. E, se a posição alavancada mediante derivativos for relevante em relação ao patrimônio líquido, há ainda o risco de o fundo ficar com patrimônio negativo.

²⁴⁹Artigo 15, inciso IV, ICVM 409. Exceção pode ser feita no caso de fundos voltados para investidores qualificados.

A ICVM 409 prevê que, em alguns casos,²⁵⁰ os gestores (ou administradores) possam ser remunerados também com uma taxa de performance. Essa remuneração nada mais é que a taxa por desempenho, mencionada nos *hedge funds* norte-americanos,²⁵¹ e tem como base o mesmo conceito: incentivo financeiro para os gestores, de acordo com os resultados apresentados pelo FI em determinado espaço de tempo. Há no Brasil alguns pressupostos para essa cobrança. O primeiro é de ordem temporal: o fundo que assim remunerar seus gestores deverá fazê-lo com periodicidade no mínimo anual. A segunda é de ordem prática: essa taxa deve estar vinculada a um parâmetro de referência “compatível com a política de investimento do fundo e com os títulos que efetivamente componham sua carteira”. Não há determinação precisa de qual seria essa vinculação, mas se supõe aqui uma preocupação do regulamentador em reservar-se a discricionariedade de questionar uma taxa de performance eventualmente considerada abusiva ou excessiva. De qualquer maneira, sua cobrança deve incidir sobre o resultado do FI, líquido de todas as despesas do fundo (incluindo a taxa de administração).

Mais corrente, e sem restrições quanto à classe que pode empregá-lo, temos por fim a taxa de administração. Paralelamente à *management fee* norte-americana,²⁵² a brasileira volta-se a cobrir a remuneração dos custos de administração do fundo. No entanto, pode representar a única forma de remuneração possível para os gestores de FI de Curto Prazo, Referenciados ou de Renda Fixa, de acordo com a classificação que segue, sendo assim igualmente relevante.

5.6.2. Classes de Fundos de Investimento

O artigo 92 da ICVM 409 divide a espécie FI em sete diferentes classes. Diferenciam-se umas das outras conforme a composição e fracionamento de suas carteiras de investimento. Os FI só podem ser constituídos se em conformidade com alguma dessas sete classes, e indicam em seus nomes a classe a que pertencem.²⁵³

²⁵⁰A ICVM 409 não admite a existência da taxa de performance em certas classes de FI. Vide item 5.6.2 abaixo.

²⁵¹Vide item 2.12 acima.

²⁵²Vide item 2.12 acima.

²⁵³Nesse sentido, vide também o item 5.6.5 abaixo, sobre classificação suplementar proposta pela ANBID.

A adoção de uma ou outra classe é assim essencial para determinar como será o FI. Os fundos dessa natureza devem cuidar para que a estratégia de composição de carteira adotada, conforme a classe, seja devidamente divulgada no prospecto, perante a CVM e em outros meios de comunicação, quando da divulgação dos dados do FI.

A primeira classe é consubstanciada no Fundo de Curto Prazo. Esse fundo (como os demais) se distingue por sua composição de carteira, constituída de “*títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços*”.²⁵⁴ Os títulos devem ser classificados como de baixo risco, e não podem ter prazo de vencimento maior que 375 dias, sendo o prazo médio admitido de 60 dias (daí o nome curto prazo). O administrador ou gestor dessa classe de fundos não pode cobrar taxa por desempenho, salvo se o fundo for exclusivamente direcionado para investidores qualificados.

Já na classe seguinte, a dos Fundos Referenciados, há o dever de se concentrar pelo menos 80% de seu patrimônio em tipos de títulos públicos e privados pré-determinados, também de baixo risco, de forma a mimetizar a variação de um indicador de desempenho pré-estabelecido (*benchmark*).²⁵⁵ Similarmente ao fundo de curto prazo, haverá taxa de performance somente se direcionado para investidores qualificados.

Os Fundos de Renda Fixa, por sua vez, são referenciados à taxa de juros brasileira, a índice de preços ou a ambos. Isso vale dizer que aplica principalmente em títulos que devolvem taxas de juros pré-fixadas. Para tanto, possui pelo menos 80% de sua carteira aplicada diretamente (ou indiretamente através de derivativos) em ativos dessa natureza. Novamente, a taxa de desempenho é restrita aos fundos dessa classe, especialmente concebidos para investidores qualificados, e aos fundos que se enquadrem no conceito de Longo Prazo.²⁵⁶ Essa classe é atualmente a mais importante no Brasil, em termos de volume de patrimônio líquido investido: respondeu por quase 30% de todo o mercado de fundos de investimento brasileiro, em dezembro de 2008.²⁵⁷

Da mesma forma existem os Fundos Cambiais, cujo fator de risco deve residir na variação de moeda estrangeira ou de cupom cambial, espécie de taxa de juro atrelada à

²⁵⁴Artigo 93, ICVM 409. Muito freqüentemente essa taxa é a taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário), a taxa de juros usada nas operações interbancárias.

²⁵⁵A classe é reconhecida pelos Fundos DI, que a compõe.

²⁵⁶Essa denominação está tipificada no artigo 95, § 1º da ICVM 409.

²⁵⁷Dados disponíveis in ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, cit.

moeda estrangeira. Exige-se que 80% ou mais de sua carteira sejam direta ou indiretamente investidos nesses ativos.

Na seqüência, a ICVM 409 classifica os Fundos “Dívida Externa”, indicando que sua concentração será de no mínimo 80% em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, mantidos no exterior. O restante pode ser aplicado em títulos de crédito transacionados no mercado internacional, ou utilizados em operações de *hedge*, que visem proteger os títulos da carteira principal, nos termos e concentrações determinados na referida normativa.

A próxima classe, Fundos de Ação,²⁵⁸ merece uma atenção um pouco mais detalhada. A redação da ICVM 409 determina que os Fundos de Ação devam ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores. Para tanto, pelo menos 67% do patrimônio do fundo deverá estar representado por ações, debêntures e outros títulos representativos de ações de companhias admitidas à negociação em mercados organizados. Como regra geral, os Fundos de Ação não precisam sujeitar-se a limites de concentração por emissor, desde que a estratégia de concentração seja expressamente admitida no prospecto e no material de venda do fundo. Em dezembro de 2008, essa classe representava 10,26% do total investido em fundos no Brasil.²⁵⁹

Na prática, isso significa que o gestor poderá perseguir variadas estratégias de investimento, não necessitando acompanhar um ou outro índice de ação. Assim, faz-se possível, por exemplo, o emprego de estratégia de retorno absoluto (que busca resultados positivos a despeito de variações positivas ou negativas dos principais índices de mercado). Essa peculiaridade aproxima de certa forma os Fundos de Ação ao conceito de *hedge fund*, se considerada a característica de busca por retornos absolutos.

Por fim, surge, no artigo 97 da ICVM 409, o detalhamento da classe dos Fundos Multimercado. Estes, diversamente de todas as demais seis classes, possuem “*políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração*”

²⁵⁸Devemos aqui chamar a atenção do leitor para que não se confunda essa classe de FI com o já mencionado tipo Fundo de Investimentos em Participação, os FIPs. Os FIPs, lembrando, são constituídos na forma de condomínio fechado e investem nas mesmas classes de ativos dos FI de ações. No entanto, o FIP é obrigado a participar ativamente das companhias em que investe, influenciando sua estratégia e gestão, obrigação não constante da classe de FI analisada.

²⁵⁹ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, cit.

em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes”. Por conta de seu particular interesse para o presente estudo, serão analisados pouco mais adiante.

Além das classes aqui mencionadas, a ICVM 409 admite a existência de fundos de investimento em quotas de outros FI. Ainda aqui, existe a concentração obrigatória: 95% de seu patrimônio deverá ser investido em quotas de FI de uma mesma classe. Exceção é feita aos fundos de fundos classificados como Multimercado, que podem investir em quotas de fundos de diferentes classes.

5.6.2.1. Fundos Multimercado

A classe dos Fundos Multimercado é merecedora de especial atenção dentre as diferentes classes de FI. Isso se dá por uma simples razão: é a única classe de FI em que não há determinação de fracionamento ou de concentração de riscos.

No mercado doméstico, o patrimônio líquido dos FIs dessa classe heterogênea representa, segundo dados da ANBID referentes a dezembro de 2008, uma participação de 22,10% sobre todos os demais tipos de fundos (demais FIs e outros tipos de fundos) no País, ou seja, um volume de aproximadamente R\$ 247.054.370.000,00 (duzentos e quarenta e sete bilhões, cinqüenta e quatro milhões e trezentos e setenta mil reais).²⁶⁰

Uma das explicações possíveis para o recente interesse do investidor brasileiro nessa classe de FI é que, à medida que a taxa de juros reais diminui no país, o investidor busca novas maneiras de obter rendimentos. E rendimentos maiores implicam, naturalmente, maiores riscos, ou pelo menos a necessidade de técnicas de investimento mais sofisticadas ou alternativas (como as empregadas por muitos dos *hedge funds*).

O artigo 97 da ICVM 409 estabelece que os Fundos Multimercado “[...] *devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco* [...]”. Não há obrigação regulamentar de se assumir compromisso de concentração em qualquer fator, como ocorre nas demais seis classes de FI. Esses fundos também fogem às regras gerais de concentrações por emissor a que se submetem os demais FI, bastando para isso previsão específica no regulamento.

²⁶⁰ ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, cit.

Desta forma, e caso assim preveja o regulamento, o Fundo Multimercado pode tanto estar investido em centenas de diferentes ativos, como pode concentrar em um determinado momento todo o seu patrimônio em um só ativo financeiro. Importa ao regulamentador que o investidor seja advertido dos riscos de uma ou de outra situação.

A ICVM 409 confere ainda ao gestor dessa classe de FI possibilidade de comprar até 20% de seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior, o dobro do que é permitido às demais classes de FI.

Teoricamente, os Fundos Multimercado que optarem por investir em ações, terão uma liberdade suplementar, se comparados com os Fundos de Ação. Enquanto estes devem cumprir com as regras de concentração de ativos por emissor, a mesma obrigação não se impõe aos Fundos Multimercado. Por exemplo, os Fundos de Ação não podem deter mais de 10% de seu patrimônio líquido na mesma companhia aberta. Já o Fundo Multimercado pode ter níveis de concentração mais elevados, bastando para isso que os investidores sejam devidamente informados dos riscos decorrentes, por intermédio do prospecto, de extratos ou das comunicações periódicas. No entanto, há um entendimento prático de que, se a estratégia do Fundo Multimercado fosse aquela de investir somente em ações, o mais correto seria adotar o formato de Fundo de Ações. Isso faz sentido do ponto de vista da tutela dos investidores. O raciocínio pode ser aplicado para justificar a existência das demais classes de FI. Por outro lado, caso a posição em ações seja uma estratégia eventual, ou inserida em algum tipo de esquema que comporte fatores diversos daqueles previstos nas demais classes, justifica-se a adoção da classe Multimercado. Conclui-se que os Fundos Multimercado são, de certa forma, suplementares às demais classes de FI.

Os gestores de Fundos Multimercado podem cobrar taxa de performance, desde que observadas as regras gerais da ICVM 409. Sua estratégia de investimentos poderá também contemplar a utilização de derivativos com o intuito de alavancagem financeira.

À exceção dos permissivos regulamentares, o Fundo Multimercado submete-se a todas as demais regras da ICVM 409, bem como às demais normas infralegais e legais. Sob essa ótica, o Fundo Multimercado assemelha-se aos *fondi speculativi* italianos:²⁶¹ ambos estão inseridos em um sistema legal e regulamentar rígido e contam com relativa liberdade quanto aos ativos que lhe são acessíveis.

²⁶¹Vide item 3.4 acima.

O *fondo speculativo*, no entanto, diferencia-se fundamentalmente do Multimercado, pois lhe é permitido investir em *qualquer* bem, inclusive os não mencionados na legislação italiana. Já aos Fundos Multimercado, é permitido que seu gestor invista em “ativos financeiros”, conforme definidos pela CVM.²⁶² Essa diferença permite que os italianos invistam em produtos financeiros exóticos, não negociados em mercado regulamentado e que não seriam admitidos pela ICVM 409 como ativos financeiros *strictu sensu*²⁶³. Por outro lado, o acesso aos *fondi speculativi* é sempre restrito, sendo permitido somente a investidores que possam dispor de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) ou mais para a aplicação.

5.6.3. Principais atores dos Fundos de Investimento

Antes de continuarmos, cabe aqui um breve apanhado do papel dos principais atores que orbitam os FI.

Iniciamos com o administrador. Esta é uma figura central no FI, pois acumula inicialmente as funções de maior relevo do fundo de investimento. Sua disciplina básica é objeto da Instrução CVM n. 306, de 5 de maio de 1999.²⁶⁴ Logo no segundo artigo de referida normativa, temos a conceituação da atividade:

“A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor [...]”

Esse administrador pode ser, em princípio, tanto pessoa física como pessoa jurídica. No entanto, a atuação do administrador pessoa natural pode ser limitada pela CVM a determinados tipos de fundos, em vista da complexidade que a tarefa impõe.

Os administradores de fundos de investimento são sempre registrados na CVM, não importando o regime interno ou externo do fundo. Para tanto devem cumprir com o quanto disposto na acima mencionada Instrução CVM n. 306/99. A única exceção é feita

²⁶²Remetemos à discussão sobre valores mobiliários e ativos financeiros, no item 5.6.1 acima.

²⁶³Ou seja, ativos financeiros conforme os definidos no artigo 2º da ICVM 409.

²⁶⁴A referida normativa sofreu atualizações por conta da publicação das Instruções CVM n. 364, de 7 de maio de 2002, n. 448, de 13 de fevereiro de 2007, e n. 450, de 30 de março de 2007.

aos membros do sistema de distribuição de valores mobiliários, que, por já cumprirem com uma série de normativos inerentes à sua natureza de instituição financeira, não necessitam da autorização especial da CVM. Não existe qualquer outro tipo de isenção quanto ao pedido de autorização.

O administrador é objetivamente responsável pelas atividades que conduz. Essas atividades são aquelas direta ou indiretamente necessárias ao funcionamento e manutenção do fundo. Podemos afirmar que o administrador tem para com os investidores dever de lealdade, não podendo ferir a relação fiduciária mantida com esses investidores.²⁶⁵

Convém saber que são pesadas as responsabilidades impostas aos administradores *vis-à-vis* dos investidores e das autoridades. As obrigações funcionais e fiduciárias requerem organização e capacidades especializadas. Cada tipo de fundo determina quais são essas responsabilidades práticas.

No caso dos FI, há uma miríade de obrigações: representar o fundo, manter os limites de concentração da carteira de acordo com a norma e o regulamento, cuidar da manutenção dos livros e registros do fundo, manter serviço de atendimento ao quotista, cuidar da divulgação diária do valor das quotas e patrimônio líquido (no caso de fundo aberto), bem como contratar prestadores de serviços, conforme rol autorizado pela ICVM 409. Todas essas responsabilidades (e as demais não mencionadas) são cumpridas sob as penas descritas naquela norma.

Um aspecto da administração dos FI que deve ser mencionado é a possível terceirização de sua gestão. Essa terceirização é permitida, desde que contratada pelo administrador com gestor devidamente habilitado. Pode-se considerar a gestão como a atividade central do fundo, pois é ao gestor que cabe definir e guiar as estratégias de investimento do fundo, de acordo com regulamento, comprando ou vendendo ativos, contratando derivativos etc.

O fenômeno é importante para analisarmos o universo de gestores independentes no Brasil. Como se pode intuir, esses gestores são pessoas, ou empresas altamente especializadas nas atividades de gestão de portfólios, e são os responsáveis pela condução de vários fundos de investimento. O caráter de especialidade e de empreendedorismo faz com que muitos desses gestores independentes ofereçam oportunidades alternativas de investimento a seus clientes.

²⁶⁵Nesse sentido, v. art. 14, inciso II, da Instrução CVM 306/99.

O que ocorre, então, é a inversão dos papéis: o gestor contrata um administrador para que este exerça os poderes e deveres contratados, guardando para si a atividade especializada de condução da estratégia de investimento. Os efeitos dessa separação podem ser comparados com o papel que banco depositário italiano exerce frente aos *fondi comuni*:²⁶⁶ o administrador, em vista das obrigações fiduciárias que mantém para com os investidores, constitui um importante fiscalizador da atividade do gestor independente. Assim, o administrador, ainda que contratado por um gestor, não poderá furtar-se de cuidar de importantes interesses dos investidores e servirá como mais um ponto de referência da CVM quando da análise do fundo e do gestor independente.

A custódia dos valores mobiliários do fundo, por seu lado, pode ser feita pelo administrador, caso este seja instituição financeira expressamente autorizada para tanto. Caso contrário, o administrador contrata custodiante credenciado para a tarefa.

Na mesma linha, a distribuição pelo próprio administrador só poderá ocorrer caso também seja membro de sistema de distribuição de valores mobiliários habilitado. No FI, como em outros casos, as quotas dos fundos são geralmente distribuídas por mais de um agente. Esses distribuidores não raro atuam como instituições intermediárias entre o administrador e o investidor, agindo por conta e ordem deste.

Outra responsabilidade digna de nota, já notada e aqui lembrada, é a contratação obrigatória de auditor independente, para que acompanhe e averigüe a contabilidade do fundo. Não há necessidade de se elaborar sobre as benesses de se contar com auditoria séria e competente.²⁶⁷

5.6.3.1. Investidores qualificados e “superqualificados”

Da mesma maneira que nos Estados Unidos e na Itália, a CVM estabeleceu regime especial na ICVM 409 para os investidores qualificados.

Na lógica da referida Instrução, podemos supor que o investidor qualificado é aquele que, por conta de determinada situação econômica subjetiva, pode compreender e tomar riscos maiores que os demais investidores. Quanto maior a capacidade de compreender e tomar riscos, tanto menor a necessidade de tutela estatal.

²⁶⁶Sobre a relação entre o *fondo comune* e o banco depositário, vide item 3.6 acima.

²⁶⁷Vide, como exemplo, nota ao item 4.2.1 acima, sobre os auditores no caso Madoff.

A CVM indica que, para os fins dos FI, consideram-se qualificados os seguintes investidores: (i) instituições financeiras, (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais); (v) outros fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; ou (vii) regimes próprios de Previdência Social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

Para que a pessoa física que possua investimentos superiores a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) possa ser qualificada, deverá ainda declarar à CVM sua vontade de ser assim classificada.

Seguindo a lógica de menor necessidade de tutela, a ICVM 409 determina uma série de isenções e faculdades suplementares aos fundos destinados a investidores qualificados. Essas isenções incluem a possibilidade de se cobrar taxa de performance em classes que não a permitem normalmente, ou a desnecessidade de elaboração de prospecto e o estabelecimento de regras de pagamento de quotas diverso da regra dos 5 dias úteis. O investidor qualificado pode também integralizar ou resgatar sua fração condominial na forma de títulos e valores mobiliários.

A CVM impõe também regras mais brandas para a publicidade, distribuição e registro dos fundos destinados a esse público, agilizando e abrindo mão de procedimentos burocráticos.

Há ainda uma segunda classe de investidores qualificados. São os investidores “superqualificados”, no jargão do mercado financeiro. As alterações trazidas pela Instrução CVM n. 465, de 20 de fevereiro de 2008, no corpo da ICVM 409 permitiram a identificação de uma modalidade especial de FI, destinada somente a investidores que aportem um valor mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Os fundos destinados a esse limitado público superqualificado estão desobrigados das regras de concentração de ativos a que se submetem os demais FIs.

Adicionalmente, os fundos destinados aos investidores superqualificados podem destinar a totalidade de seu patrimônio para aplicações de qualquer tipo no exterior, desde que em ativos financeiros. Essa liberdade é excepcional, se considerarmos que os Fundos

Multimercado podem investir até 20% de seu patrimônio em ativos financeiros estrangeiros autorizados, sendo os demais restritos a um máximo de 10%. Ainda mais, autoriza o rompimento da barreira da definição restritiva de “ativos financeiros”, pois na prática permite que o gestor invista em qualquer tipo de instrumento no exterior (inclusive derivativos não padronizados). Basta que para tanto o investimento no exterior seja mantido com custodiante em jurisdição reconhecida pela CVM (países do Mercosul e países que integram a IOSCO). Atendida essa premissa, será questão desse custodiante externo aceitar ou não os ativos: em muitos casos, isso significa uma liberdade quase total em termos de disponibilidade de instrumentos financeiros.

Esses FI nacionais para aplicação no exterior são interessantes para os investidores, pois eliminam os custos de se remeter dinheiro para o exterior para aplicação em fundos *offshore*, ao mesmo tempo em que oferecem um formato, tributação e funcionamento conhecidos dos investidores.²⁶⁸ Do ponto de vista de seu funcionamento, traça-se um paralelo entre esses “Fundos 465” de investimento estrangeiro com os *hedge funds offshore* norte-americanos.²⁶⁹

Apesar de as regras gerais aplicáveis ao funcionamento desses FI *offshore* serem as da ICVM 409, o investidor deve, no entanto, ser capaz de entender que o fundo em tela será somente um veículo e que, no fim das contas, se sujeitará às regras e volatilidades da aplicação no exterior. Podemos imaginar o exemplo de um FI com essa carteira, que invista a totalidade de seu patrimônio em um *hedge fund* norte-americano: ainda que o regulamento do fundo local determine certa regra de resgate, esta poderá ser prejudicada por uma eventual discricionariedade do gestor estrangeiro em suspender os resgates, impossibilitando a liquidez contratada no Brasil. Assim, mesmo que o investidor superqualificado possa eventualmente contar com o instrumento da Assembléia Geral Extraordinária de condôminos para deliberar sobre o assunto em face do administrador ou

²⁶⁸Em dissertação de Mestrado em Economia, apresentada por Leticia Lancia Noronha Bellato, em 2007, a autora verifica os benefícios da diversificação internacional, advindos de uma maior abertura a investimentos no exterior, sob a perspectiva dos investidores institucionais brasileiros: “*Os resultados obtidos demonstraram que a regulamentação, ao restringir aplicações no exterior, impediu a formação de carteiras de menor risco para um determinado nível de retorno e, ainda, a possibilidade da existência de carteiras com maiores retornos do que aquelas com investimentos apenas no mercado doméstico. Essa situação se agrava quando considerado período de análise mais recente onde a rentabilidade dos títulos públicos se reduz. Assim, o estudo mostra que a regulamentação vigente no período resultou numa menor eficiência na alocação dos recursos dos investidores institucionais.*” In BELLATO, Leticia Lancia Noronha. Efeitos da internacionalização de carteiras no mercado de capitais brasileiro. São Paulo, 2007. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. p. 90. Nota-se que o estudo foi concluído antes do lançamento da Instrução CVM n. 465/08.

²⁶⁹Vide item 2.3 acima.

gestor local, dificilmente influenciará diretamente a decisão gerencial tomada no exterior.²⁷⁰

Por esses e outros motivos decorrentes da influência estrangeira sobre o FI, compreende-se a escolha da CVM em restringir o acesso aos fundos para investidores superqualificados.

Ainda assim, mesmos esses fundos restritos devem conformar-se com as demais regras básicas dos FI, por exemplo, a identificação da classe a que pertencem, a determinação da estratégia de investimento no regulamento etc. Ou seja, contam com isenções e regras peculiares que oferecem maior liberdade, mas não com uma permissão generalizada.

5.6.4. Auto-regulação no Brasil: os Códigos ANBID voltados para os fundos de investimento

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento publicou, em 22 de dezembro de 2008, a última versão de seu “*Código de Auto-Regulação ANBID para os Fundos de Investimento*”.²⁷¹ Avaliar-se-á brevemente o caráter complementar desse Código, tomado como adição privada às normas estatais existentes.

Com tal Código de Auto-Regulação, a ANBID pretendeu delinear parâmetros pelos quais a indústria de fundos de investimento pudesse orientar-se, de forma a fomentar a concorrência leal, melhorar a qualidade e disponibilidade de informações aos investidores, elevando assim os padrões fiduciários e a promoção das melhores práticas do mercado dentre seus associados e aqueles que aderirem ao mesmo.²⁷²

²⁷⁰O exemplo teórico pode ser bem ilustrado com o recente caso do Fundo de Investimento Multimercado Gems Low Vol Longo Prazo – Investimento no Exterior. Seu administrador suspendeu o pagamento de resgates, alegadamente por conta de iliquidez do fundo externo que o brasileiro espelhava. Ainda que possam determinar a liquidação ou substituição do administrador, os investidores brasileiros (nesse caso todos superqualificados), provavelmente exercerão pouca influência sobre o andamento do fundo estrangeiro. As informações, ainda preliminares, constam de Ata de Reunião Extraordinária do Colegiado da CVM de 16 de jan. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2009.

²⁷¹ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. *Código de Auto-Regulação ANBID para os Fundos de Investimento*. 22 de dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/fundos_investimento/codigo_fundos.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2009.

²⁷²Esta é a paráfrase do primeiro artigo do mencionado Código.

Inicialmente, observa-se que o intuito desse Código é incrementar os padrões de qualidade já estabelecidos em Lei e nos normativos da CVM, em especial (mas não se restringindo a) os da ICVM 409. Volta-se principalmente a assuntos relacionados com a constituição e funcionamento de fundos de investimento.

Dessa forma, os aderentes a esse Código de Auto-Regulamentação que desempenham atividades de administração ou de gestão de fundos de investimento e que cumprirem com os mandamentos do auto-regramento, poderão beneficiar-se da inclusão do Selo ANBID quando da divulgação de seu prospecto.²⁷³ Trata-se de uma maneira de diferenciar dos demais os fundos e outros aderentes que cumprem com todas as rígidas normas de auto-regramento, o que pode eventualmente servir como um chamariz de qualidade para estes no varejo.

Vejamos alguns exemplos aplicáveis aos administradores de fundos.

As obrigações complementares incluem o fornecimento ao banco de dados da ANBID de informações sobre o fundo, um maior detalhamento daquilo que deve ser divulgado (e conseqüentemente cumprido) no prospecto, restrições e preceitos de marketing dos serviços oferecidos, determinando, inclusive, a conduta a ser adotada no marketing via internet. Deve ainda observar regras de marcação a mercado na avaliação das quotas dos fundos e divulgar as políticas de direito de voto em assembléias, quando for o caso.

Destacamos, dentre as demais obrigações complementares, duas de maior relevo: certas regras atinentes às informações prestadas a investidores e possíveis investidores e as de exercício do direito de voto.

Da primeira, apontamos a obrigação auto-imposta de se definir e divulgar com precisão o método de cálculo e princípios teóricos da rentabilidade prévia do fundo. O Código, para tanto, remete às “Diretrizes de Publicidade e Divulgação de Material Técnico de Fundos de Investimento”,²⁷⁴ documento complementar que, como diz seu nome, informa diretrizes para divulgação a investidores sobre a rentabilidade do fundo. O assunto é relevante, pois é sabido que o investidor de varejo no Brasil se interessa muito pela

²⁷³A utilização de tal Selo ANBID é também objeto de utilização regulamentada, conforme dispõe o artigo 15 do referido Código de Auto-Regulamentação.

²⁷⁴ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. *Diretrizes de Publicidade e Divulgação de Material Técnico de Fundos de Investimento*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/auto_regulacao/fundos/deliberacoes_e_pareceres/diretrizes%20para%20publicidade.pdf>. Acesso em: 04 jan. 2009.

rentabilidade passada do fundo para formar seu conceito sobre o mesmo. Além da recomendação óbvia de se informar que a ocorrência de rentabilidade no passado não representa garantia de rentabilidade futura, o regramento atenta para alterações significativas no modelo de investimento do fundo ou em sua gestão, para assim também alertar os investidores de que a série histórica pode simplesmente não ser relacionada com a atual gestão do fundo, garantindo ainda menos possíveis rendimentos futuros relacionados com seu desempenho passado.

A segunda obrigação que ilustra o caráter complementar do Código é a nova determinação de se divulgar a política de voto que o gestor adotará quando do exercício de seus direitos de voto.²⁷⁵ Aplica-se aos FI que detenham valores mobiliários que confirmam direito de voto aos seus titulares. Já que nos fundos de investimento o gestor (ou administrador-gestor) se reveste dos direitos de representação do monte investido, aquele que aderir ao Código será assim obrigado a não só declarar como deverá votar nas assembleias, mas também delinear estratégia de voto. Ou seja, a corrente prática de absenteísmo, nesses casos, tenderá a declinar, já que acreditamos que política de voto “[...] *exercido de forma diligente, como regra de boa governança* [...]”²⁷⁶ implica representação, não abstenção. Notamos, contudo que, se o fundo dispuser de bons argumentos para se abster da vida assemblear das companhias em que investe, não se vislumbrão grandes prejuízos em se declarar como política o absenteísmo, desde que tal política seja correta e detalhadamente explicada aos investidores.

Notamos, por fim, a existência do Código de Auto Regulação ANBID para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais.²⁷⁷ Esse pretende estabelecer certos padrões para a prestação, por terceiros, de serviços especializados, em contraste com Código anteriormente analisado, que visa a regular assuntos diretamente relacionados com a constituição e funcionamento do próprio fundo.

Os aderentes sujeitos a esse Código de Serviços Qualificados desenvolvem atividades terceirizadas de custódia, de controladoria e de contabilidade para fundos de

²⁷⁵Vide o capítulo VIII – Política de Exercício de Direito de Voto em Assembleias, no mencionado Código de Auto-Regulamentação.

²⁷⁶Excerto do artigo 22 do Código de Auto-Regulamentação.

²⁷⁷ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. *Código de Auto-Regulação da ANBID para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais*. 25 de agosto de 2008. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/Servicos_qualificados/codigo_servicos.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2009.

investimento. A ANBID, nesse caso, objetivou promover a credibilidade, padronização e o adequado funcionamento dessas atividades.

Com esses objetivos, o Código para Serviços Qualificados requer que os prestadores de serviços aderentes atuem de forma a se evitar concorrência desleal e a proteger a livre concorrência. Esses princípios podem parecer muito abertos, mas são pertinentes, uma vez que, o prestador de serviços terceirizados atende geralmente a mais de um cliente. Além disso, esses prestadores terceirizados, não raro são vinculados a grandes instituições financeiras, fato que pode causar conflitos de interesse com os tomadores dos serviços qualificados. Daí a lógica de se esperarem altos padrões éticos e segregação de atividades e, de se repudiar a concorrência desleal.

Nessa linha, o Código para Serviços Qualificados exige a adoção de uma série de medidas que assegurem o sigilo das informações processadas pelos prestadores de serviço. Exige também que a empresa que presta serviços de custódia tenha suas outras atividades separadas, como forma de evitar conflitos de interesse. Deve, por fim, segregar também os ativos financeiros de seus clientes daqueles do próprio custodiante, nesse caso para evitar contaminações ao patrimônio custodiado.

5.6.5. Classificação dos fundos de investimento pela ANBID

A ANBID é também proponente de um sistema de denominação complementar para as diferentes classes de FI sob a ICVM 409. A Classificação ANBID²⁷⁸ subdivide as sete classes previstas na normativa da CVM em 30 subclasses, de forma a incluir na denominação do FI determinados elementos que compõem os riscos a que se sujeitam.

A adoção da Classificação ANBID é compulsória para seus associados e eletiva para terceiros, formando assim mais uma modalidade de auto-regulação. A inclusão de elementos caracterizadores de riscos no nome do FI, conforme proposta pela ANBID, objetiva explicitar aos investidores os principais elementos de risco do fundo.

²⁷⁸A Classificação ANBID individualiza-se no Anexo à Deliberação ANBID n. 29, de 20 de outubro de 2006. Anexo em ANBID. Classificação ANBID. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/auto_regulacao/fundos/deliberacoes_e_pareceres/Deliberacao_29_anexo.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2008.

A ANBID buscou assim complementar as classes de FI descritas na ICVM 409,²⁷⁹ apontando a presença, em cada fundo, de elementos de risco, como renda fixa, renda variável, alavancagem, referência a índices, estratégias de curto ou de longo prazo.

No caso da classe de Fundos de Ação, há preocupação de indicar os eventuais índices que o fundo pretenda acompanhar: IBOVESPA, IBX, Setor de Telecomunicações ou Setor de Energia, ou “Outros”.

A expressão “com alavancagem” acompanha os fundos que têm o instrumento de alavancagem permitido por seu regulamento.

No detalhe, os Fundos Multimercado são subdivididos em sete: fundos multimercado balanceados; com renda variável; sem renda variável; alavancados com renda variável; alavancados sem renda variável; capital protegido (que busca retorno em mercado de risco, procurando proteger parcial ou totalmente o valor principal investido); e *long and short* – renda variável (equilibra posições compradas e vendidas, buscando resultados da diferença entre as duas).

A subclasse mais agressiva, em termos de risco potencial, é o “fundo multimercado com renda variável com alavancagem”. Na descrição da ANBID, esse fundo busca retorno no longo prazo, investindo em variadas classes de ativos, incluindo renda variável (por exemplo, ações ou derivativos de ações). Não é necessário que o prospecto aponte *benchmark*: o fundo não precisa seguir nenhum. Admite-se a alavancagem, assim entendida a situação em que há a possibilidade de perda superior ao patrimônio do fundo.

A ANBID informou que, dezembro de 2008 esta última subclasse de FI foi representada por 855 fundos, reuniu 173.797 quotistas, que congregaram um patrimônio líquido total de cerca R\$ 85.456.100.000,00 (oitenta e cinco bilhões, quatrocentos e cinquenta e seis milhões e cem mil reais).²⁸⁰ O valor representa pouco mais de 34% do total investido na classe Multimercado.

²⁷⁹Vide item 5.6.2 acima.

²⁸⁰ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, cit.

5.7. Fundos de Investimentos brasileiros: traços característicos e adequação ao conceito de *hedge fund*

5.7.1. As características usuais dos *hedge funds* aplicadas aos fundos brasileiros

Pode-se concluir, sem maiores dificuldades, que o Fundo de Investimentos da classe Multimercado constitui a figura do *hedge fund* no Brasil.

Retomando as características dos *hedge funds* em outros países, o enquadramento do FI Multimercado fica evidente. Inicialmente, porque o gestor desse fundo tem liberdade para perseguir estratégias diversas, pode alavancar-se (com derivativos) e não precisa seguir nenhum parâmetro de rendimento ou de qualquer outro *standard* pré-determinado (facultando a busca do retorno absoluto).

Adicionalmente, o regulamento da ICVM 409 permite a instituição da taxa de performance e não proíbe investimento no fundo por parte do próprio gestor. Essas duas características servem como acelerador e freio para o gestor, se combinadas. A taxa de performance é o incentivo positivo, estimulando a busca por resultados. O investimento que o gestor faz no próprio fundo, traz o efeito de alinhar os incentivos do gestor e do cliente, ou seja, diminui o *moral hazard* nessa relação fiduciária.²⁸¹ Além disso, uma taxa de performance interessante é um ótimo chamariz para profissionais qualificados e motivados e, possivelmente, prêmio bastante para que esses gestores assumam os riscos relacionados com o empreendimento.

Do ponto de vista dos instrumentos financeiros disponíveis aos investidores, devemos reconhecer que há no Brasil um relativo engessamento se comparado com os Estados Unidos. O Sistema Financeiro Nacional, conforme atualmente estabelecido e regulamentado, impõe pesadas regras aos participantes do mercado financeiro. Isso inclui os FI, já que só podem ofertar e negociar os tais “ativos financeiros” tipificados pela CVM, que em sua maioria representam valores mobiliários e contratos financeiros negociados em mercados regulados: bolsas de valores e de mercadorias, mercados de balcão registrados, como no exemplo da CETIP²⁸².

²⁸¹Vide item 4.2.1 acima.

²⁸²Cabe aqui um maior detalhamento das atividades da CETIP. Essa é sociedade que administra mercado de balcão organizado. Reúne praticamente todos os participantes do Sistema Financeiro Nacional, incluindo os

A solução encontrada pela CVM para se permitir uma maior flexibilidade na gestão dos FIs Multimercado veio com a introdução dos conceitos de investidor qualificado, em 2004, e do superqualificado, no ano de 2008.²⁸³ Em diferentes graus, o regulador brasileiro permitiu algumas isenções ao regime geral dos FI àqueles fundos direcionados exclusivamente para esse público determinado.

Na prática, concederam-se aos gestores de fundos voltados para investidores qualificados algumas vantagens do ponto de vista burocrático, como a desnecessidade de se apresentar prospecto e a flexibilização de alguns limites técnicos de concentração de ativos.

Já no caso dos investidores superqualificados, a CVM reconheceu, extraordinariamente, a liberdade para investir em qualquer tipo de ativo, desde que no exterior.²⁸⁴ Nesse quadro, o FI Multimercado voltado para os investidores superqualificados e que investe no exterior, é muito similar ao *fondo comune*. Na Itália, a prática demonstra que a maioria dos *fondi comuni* servem como veículos de acesso dos investidores a *hedge funds* e outros produtos estrangeiros. Ambos se diferenciam do *hedge fund offshore* norte-americano. Este último não conta com regras estatais detalhadas como as existentes na Itália e no Brasil, é mais livre para agir e menos supervisionado.

Para os FI voltados a investimentos no mercado interno, o gestor pode oferecer ao investidor superqualificado estratégias com concentrações de ativos mais flexíveis, mas teoricamente mais arriscadas. Os investimentos feitos aqui, mesmo por fundos voltados a investidores superqualificados, são ainda assim restritos ao referido rol dos “ativos financeiros”. É razoável acreditar que essa escolha sirva a resguardar a integridade do mercado financeiro local, e não como proteção aos investidores superqualificados.

A suposição decorre do fato de que a CVM restringe assim eventuais movimentos negativos ou mesmo riscos sistêmicos que eventuais operações com ativos exóticos, não

fundos de investimento. Faz custódia de ativos e de contratos, registra operações no mercado de balcão. Atua como uma câmara de compensação e de liquidação em diversas operações financeiras, como leilões e negociação de títulos públicos, privados, valores mobiliários de renda fixa e derivativos de balcão. Podemos dizer que os ativos admitidos pela CETIP integram o rol de ativos financeiros para os fins da CVM, por ser a CETIP um mercado regulado. Atualmente a CETIP aceita os seguintes derivativos financeiros: BOX de Duas Pontas, Contrato de Swap (e algumas de suas derivações, como os “swaptions” a termo), Opções da CONAB, Opções de Ações e de Índices, Opções de Câmbio, Swap de Reset, Swap de Crédito, Swap de Fluxo de Caixa, Termo de Mercadoria e Termo de Moeda. Essa lista pode ser modificada ou adicionada, caso a CETIP aceite e desenvolva mecanismos para intermediar um novo derivativo, que passará a ser de balcão.

²⁸³Vide item 5.6.3.1 acima.

²⁸⁴Na hipótese aventada no item 5.6.3.1 acima.

regulamentados, poderiam ocasionar. Daí uma possível explicação para a sensível diferença entre os FI destinados a superqualificados que investem no Brasil e os que investem em ativos no exterior.

A Itália não diferencia os tipos de investimento que os *fondi comuni* podem investir dessa maneira. Uma possível explicação seria a confiança do legislador e regulamentador italiano de que o esquema institucional montado comporta eventuais choques ocasionados por esses fundos. A regra do banco depositário obrigatório²⁸⁵ é exemplo de mecanismo institucional preventivo de sucesso. Notamos que esse mecanismo existe aqui, não tão claramente quanto na Itália, pois se admite a confusão entre o papel do administrador e do gestor.

Nos Estados Unidos, esse conceito limitador é historicamente rejeitado. Os *hedge funds* daquele país são vistos pelo regulador, e defendidos pelo mercado, como inovadores, provedores de liquidez e geradores de riqueza. Essas qualidades, do ponto de vista da livre iniciativa norte-americana podem ser prejudicadas caso o *hedge fund* seja impedido de testar novas estratégias, explorar novos instrumentos, arriscar. Talvez esta seja uma possível explicação pela constante recomendação de não se regularem os *hedge funds*, mas sim os intermediários.

Essas diferenças entre os países analisados não impede que em cada um deles se reconheçam traços familiares entre certos tipos de esquemas de investimento disponíveis, associando-os à figura do *hedge fund*.

A própria CVM reconhece que os FI Multimercado constituem a figura do *hedge fund* no Brasil. Ao responder ao questionário que a IOSCO submeteu a seus países membros a respeito do assunto, a CVM indicou que os *hedge funds* no Brasil são os FI Multimercado “*using hedge fund strategies*”.²⁸⁶ Explicou ainda, ao enquadrar esses fundos na figura de *hedge fund*, que deles se espera a divulgação das estratégias de risco ou a indicação de que se destina a investidores qualificados.

Além da CVM, outra evidência da aceitação dos FI Multimercado como espécie de *hedge fund* vem da iniciativa da ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do

²⁸⁵Vide item 3.6 acima.

²⁸⁶INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*, cit., p. 29.

Mercado Financeiro)²⁸⁷ em criar um índice para acompanhar os *hedge funds* brasileiros. O IHFA – Índice de Hedge Funds ANDIMA, foi lançado no início de 2008²⁸⁸ e sugere um índice baseado em uma carteira teórica composta de FI Multimercado. No entanto, a ANDIMA estabeleceu certos critérios para montar essa carteira teórica, admitindo nela somente os Fundos Multimercado abertos, não exclusivos e que cobram taxa de performance. Entre outros critérios delimitadores utilizados, destaca-se ainda a exclusão de Fundos Multimercado classificados como “balanceados” e “capital protegido”, nos termos da Classificação ANBID.²⁸⁹ O índice também só admite os FI Multimercado que cobram taxa de performance.

De uma maneira ou de outra, reconhece-se que a classe que mais se aproxima dos conceitos de *hedge fund* é a do FI Multimercado. Convém lembrar que isso não significa que as estratégias adotadas por todos os representantes da classe sejam agressivas, alavancadas, ou desindexadas. Isso também não é verdade para os *hedge funds* italianos ou estrangeiros, que *podem* seguir essas estratégias.

Os Fundos Multimercado com renda variável com alavancagem, que na classificação da ANBID mais se aproximam desse ideal de liberdade operacional, representam pouco mais que um terço da classe Multimercado, em valor patrimonial.²⁹⁰

Cabe por fim mencionar que essa classificação não faz com que o Fundo Multimercado se aproxime mais ou menos dos *hedge funds* norte-americanos. As diferenças persistem: no Brasil, todos os fundos são autorizados, regulamentados e supervisionados pela autarquia, sem exceção. Os FI Multimercado diferem também essencialmente dos *hedge funds* norte-americanos e dos *fondi comuni* pela definição restritiva de ativo financeiro: dos três, somente o brasileiro define o rol de ativos em que o fundo pode investir.

²⁸⁷A ANDIMA é uma entidade civil sem fins lucrativos, que reúne instituições financeiras. Presta serviços a seus associados, oferecendo suporte técnico e operacional a estes, e fomenta novos mercados.

²⁸⁸A data-base do IHFA é de 31 de março de 2008. A ANDIMA disponibiliza o detalhamento da metodologia utilizada neste índice no endereço ANDIMA. Disponível em: <http://www.andima.com.br/ihfa/arqs/ihfa_cartilha.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2008.

²⁸⁹Vide item 5.6.4 acima.

²⁹⁰Os fundos desta natureza que sejam voltados exclusivamente para investidores superqualificados constituiriam o maior exemplo de permissividade legal em termos de fundos de investimento no Brasil. Estes fundos são vulgarmente chamados de “Fundos 465”, em referência da Instrução CVM que alterou a ICVM 409 e permitiu sua existência, tratados no item .

CONCLUSÕES

A descrição dos *hedge funds* nas diferentes jurisdições estudadas ao longo desta dissertação conduz a algumas considerações interessantes.

Pode-se afirmar que existe um modelo melhor ou pior de *hedge fund* dentre os analisados? A pergunta talvez não seja a mais interessante, pois nenhum modelo é melhor ou pior que o outro. Cada um tem suas virtudes e defeitos, suas particularidades e realidades institucionais, sendo influenciado por fatores intrínsecos e extrínsecos que determinam suas práticas comerciais e financeiras.

Por exemplo, erra quem imagina que um *hedge fund* norte-americano seja absolutamente desregulamentado, ou que os custos para sua operação sejam significativamente menores que os dos mais regulados. O Capítulo 2 above demonstra que mesmo o *hedge fund* norte-americano mais agressivo ou com maior número de isenções deve cumprir com certas regras Leis e normativos. Quanto à questão do custo, apesar de plausível, essa hipótese não é necessariamente verdadeira. Deve-se levar em conta que as regras que um *hedge fund* norte-americano deve observar para poder isentar-se do “*Investment Company Act*” ou do “*Investment Advisers Act*”, por exemplo, são bastante complexas, esparsas e integradas por jurisprudência em vários de seus aspectos, sem contar as regras estaduais específicas. Já o gestor (e o investidor) brasileiro precisa referir-se a não mais de dois ou três normativos para conhecer suas principais obrigações e direitos. Por outro lado, o gestor brasileiro e o italiano têm custos obrigatórios com registro e com o administrador ou o banco depositário, respectivamente, que o norte-americano não tem.

Outro exemplo da complexidade das regras estatais norte-americanas é a existência da SEC, da CFTC e do Federal Reserve, cada um com competências, regulamentos, critérios e práticas próprios e não particularmente harmonizados. A estrutura verticalizada brasileira ou a italiana trazem vantagens do ponto de vista da compreensão do sistema em que o fundo se deve inserir.

A comparação entre os *hedge funds* analisados também desvela uma abordagem estatal na questão dos diferentes níveis de proteção a investidores. Um traço comum aos legisladores comparados é reconhecer que, quanto mais sofisticado, endinheirado ou qualificado o investidor, menor a necessidade de tutela estatal. Este é o ponto fulcral do *fondo comune*, que estabelece a disposição de elevada quantia para investimento como

praticamente única restrição de entrada. Os *qualified purchasers*, no caso dos EUA, são centrais para que o *hedge fund* de lá seja isento da regra 3(c)(7). No Brasil, existem dois níveis, que dispensam maiores explicações: a do investidor qualificado e a do novo investidor superqualificado. A distinção é uma maneira de o Estado reconhecer que o mercado de investimentos coletivos é composto por pessoas que necessitam de diferentes níveis de tutela.

Curioso observar que, mesmo em um ambiente mais fechado, com mais regras institucionais, a iniciativa privada não refuta mecanismos de auto-regramento. O exemplo da ANBID pode ser citado não só como uma ação de marketing voltada a investidores de varejo. O empenho em se elevarem os padrões de qualidade é também interessante em nível institucional: o fundo que adere ao Código de Auto-Regulamentação para os Fundos de Investimento, mesmo que adote estratégias mais ou menos agressivas, provavelmente ganha competitividade na hora de convencer um investidor institucional a lhe confiar seu dinheiro, se comparado com um fundo não aderente.²⁹¹ Esse senso de profissionalismo e de busca por qualidade gerencial pode ser valioso, em tempos de crise, e ajudar a destacar um *hedge fund* dos demais existentes.

Os efeitos da recente crise de crédito também evidenciam uma preferência por regras institucionais mais fechadas. Os investidores estrangeiros não raro se espantam com o fato de que no Brasil praticamente não existem problemas de precificação e de liquidação de ativos financeiros, principalmente dos derivativos de crédito. Isso ocorre porque existe um mercado de balcão organizado e porque a maioria dos ativos financeiros, em sua acepção legal, são negociados em bolsas de valores.

Outro fator extremamente importante no caso brasileiro é a determinação de se calcular diariamente o valor das quotas dos fundos de investimento. Isso traz duas conseqüências: uma positiva, outra talvez nem tanto. Sabedora dos valores diários e históricos das quotas dos fundos, a CVM pode efetuar verificações estatísticas, intervindo de maneira prudencial quase que imediatamente, caso observe qualquer anomalia em um dado fundo. Ainda do mesmo lado da moeda, a prática permite que o administrador também acompanhe de perto a gestão financeira e contábil do fundo, auxiliando a CVM

²⁹¹Um exemplo bastante próximo é a da aceitação dos níveis de governança corporativa adotados por empresas listadas na BOVESPA: existem investidores institucionais que dão clara preferência a ações listadas no “novo mercado”, justificando assim a aderência a esse padrão auto-regulamentar. Experiências como a da quebra da Agreco (que era listada no novo mercado), contudo, relembram-nos que mesmo assim não existe padrão, nível obrigatório de informação ou classificação que suplante uma devida análise por parte do investidor do ativo que está investindo. O mesmo vale para fundos de investimento.

em seu papel de supervisor delegado. Uma possível desvantagem de se impor o cálculo diário das quotas pode surgir nos casos de fundos que invistam em ativos pouco líquidos ou de difícil avaliação. Além de questionamentos de ordem contábil (quel critério deve ser usado na precificação do ativo ilíquido?), a divulgação do patrimônio líquido do fundo ao mercado pode eventualmente comprometer a sua estratégia ou, simplesmente, não refletir uma legítima expectativa de rentabilidade baseada em ativos de complicada avaliação.

Uma virtude dos modelos pátrio e italiano consiste na já mencionada existência das figuras do banco depositário e do administrador (quando diverso do gestor). Já a imposição de se contratar auditor independente também parece ser outra regra interessante (o caso da quebra do “pequeno” *hedge fund Bernard Madoff Investment Securities*²⁹² é testemunha da conveniência da norma brasileira). Ambas as iniciativas parecem ecoar os pedidos de “*market discipline*” em preferência à maior regulação direta dos *hedge funds*, feitos pelas autoridades e estudiosos do assunto nos Estados Unidos.²⁹³ O Estado deve voltar seus olhos com mais atenção para os intermediários financeiros dos *hedge funds*, e não tanto aos próprios.²⁹⁴

Um exemplo de eficiência brasileira na intermediação financeira é a administração e funcionamento da negociação, compensação e liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário. O Banco Central orchestra e supervisiona as entidades privadas que atuam como intermediárias entre uma instituição financeira e outra, o que inclui as negociações dos ativos financeiros pelos fundos de investimento. As entidades intermediárias (por exemplo, a CETIP e a BM&FBOVESPA) disputam segmentos do filão de liquidação ou custódia, cada uma assegurando que os ativos negociados sejam tratados conforme os direcionamentos do Banco Central. A grande sofisticação do sistema permite que todas essas operações sejam processadas em tempo real. Adicionalmente, as partes contam com grande segurança quanto à disponibilidade de meios de pagamentos de suas contrapartes, diminuindo-se assim mais um fator de influência no risco sistêmico do país.

²⁹²Vide notas de rodapé a respeito do caso Madoff, nos itens 2.8 e 4.2.1 acima.

²⁹³Vide item 4.1 acima.

²⁹⁴A idéia não é tão indecente, já que o gatilho da crise de crédito de 2008 é constantemente atribuído à má utilização de ativos financeiros não regulados, como os *credit default swaps*, os *repurchase agreements*, o *naked short selling* os *collateralized debt obligations* e outros derivativos de balcão. Praticamente nenhum desses instrumentos (que, aliás, são válidos e desejáveis), pode ser contratado sem a intervenção de instituições financeiras, das quais se espera maior disciplina contábil e de análise de risco, evidentemente ausentes nos recentes episódios. Não é objeto do presente trabalho, mas espera-se que em breve tenhamos maiores dados sobre o episódio, inclusive quanto ao papel do Governo Norte-Americano na queda de padrões nas análises de crédito hipotecário.

Há que se mencionar uma inegável vantagem dos *hedge funds* norte-americanos frente aos modelos brasileiros e italianos, a segurança jurídica formal. Não existe por lá a discussão teórica sobre a limitação da responsabilidade dos quotistas, ou sobre o regime que o judiciário deve ou não adotar na análise de algum litígio, como existe na Itália ou aqui. Na *limited partnership*, o sócio responde no limite do capital investido, nada mais. No Brasil e na Itália a questão ainda não é pacífica, e o problema da responsabilidade limitada (ou não) do quotista e o da aplicação subsidiária das regras de Direito Societário (ou condominial) estão longe de acabar.

Simplesmente importar uma solução que aparentemente funciona, pode causar mais prejuízo que benefício: cada sistema tem sua história, seus usos, seus costumes. Deve-se buscar adaptar o instrumento jurídico pretendido conforme o quadro institucional já existente, levando em conta a prática comercial, conferindo assim, maior segurança jurídica à medida.²⁹⁵

Um argumento que milita em favor da liberdade operacional é a pulverização dos gestores de ativos. O fenômeno é global e, aparentemente, será duradouro. As relativas facilidades burocráticas de que desfrutam os *hedge funds*, associadas aos potenciais lucros do negócio, incentivam e permitem que um número cada vez maior de empreendedores arrisquem suas carreiras (e capital) no negócio de gestão de esquemas coletivos de investimento. O mercado, que era antes restrito a um punhado de grandes instituições financeiras, rapidamente ganhou milhares de novos gestores, independentes dos administradores ou não. A consequência em termos concorrenciais e de eficiência de mercado só pode ser positiva. Milhares de gestores pensam melhor que uma ou duas dezenas. Ademais, os incentivos de sucesso variam conforme o esquema de investimento e remuneração proposto. Com o aumento de oferta de investimentos alternativos, aumentam assim proporcionalmente as chances de o investidor encontrar um fundo “com a sua cara”, que seja mais alinhado a seus interesses. O fenômeno tira também as grandes instituições de sua zona de conforto, melhorando a qualidade geral dos serviços prestados.

Esse último ponto deveria ser observado com maior atenção pelo legislador e pelo regulamentador estatal brasileiro. Medidas que visem desburocratizar a operação, ou aumentar o universo de investimentos de gestores são salutares ao investidor e não implicam obrigatoriamente relaxamento de regras de cunho institucional. Mais, o modelo genérico de proteção aos investidores varejistas deveria ser compreendido como uma parte

²⁹⁵Vide item 5.4 acima.

muito importante e relevante quando do exercício do poder regulamentar autorizado, mas não a única. Podemos citar o fundo A. W. Jones & Co. e o fundo Crescinco como bons exemplos de que a inovação e a expectativa de lucro, quando aliadas a um ambiente institucional minimamente afeto à livre iniciativa, constituem uma poderosa ferramenta econômica. Ações como a promulgação da Instrução CVM 465 (que criou os fundos para investidores superqualificados) são louváveis, pois demonstram apreço aos princípios da liberdade econômica e de defesa da livre iniciativa. O princípio de que a capacidade criativa humana é ilimitada não deveria ser diminuído frente uma pretensa tutela universal, decidida por alguns poucos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU FILHO, José. *O negócio jurídico e sua teoria geral*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

AFFONSO, Luís Fernando. A auto-regulação de fundos de investimento: histórico e perspectivas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 9, n. 34, p. 181-194, 2006.

AGREEMENT Among PWG And U.S. Agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital. Disponível em: <http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2008.

ALPA, Guido. *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmio*. in BBTC, 1998, I, 37.

_____; GAGGERO, D. Lgs. 58/1998, *Profili della tutela del risparmiatore*. Soc., 1998, 520.

AMARAL, Antonio Carlos Rodrigues do. Justiça e segurança jurídica: seus reflexos no crescimento econômico e no investimento estrangeiro. *LTr: Legislação do Trabalho. Suplemento Tributário*, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 9-12, 1995.

ANDIMA. Disponível em: <http://www.andima.com.br/ihfa/arqs/ihfa_cartilha.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2008.

ANDREZO, Andrea F; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARIDA, Pérsio. A pesquisa em direito e em economia: em torno da historicidade da norma. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; STAJN, Rachel (Coords.). *Direito & economia: análise econômica do direito e das obrigações*. Rio de Janeiro: Campus; Elsevier, 2005. p. 60-73.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1. ed. Campinas: Bookseller, 2001.

_____. *Studi in tema di contratti*. Milano: Guiffè, 1952.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. *Boletim ANBID Fundos de Investimento*, ano 4, ed. 33, jan. 2009. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2009.

_____. Classificação ANBID. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/auto_regulacao/fundos/deliberacoes_e_pareceres/Deliberacao_29_anexo.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2008.

_____. *Código de Auto-Regulação ANBID para os Fundos de Investimento*. 22 dez. 2008. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/fundos_investimento/codigo_fundos.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2009.

_____. *Código de Auto-Regulação da ANBID para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais*. 25 de agosto de 2008. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/Servicos_qualificados/codigo_servicos.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2009.

_____. *Diretrizes de publicidade e divulgação de material técnico de fundos de investimento*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/auto_regulacao/fundos/deliberacoes_e_pareceres/diretrizes%20para%20publicidade.pdf>. Acesso em: 04 jan. 2009.

_____. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_A_ANBID&db=CalSQL2000&docid=392B57421934A14B03257116006C050F>. Acesso em: 03 jan. 2009.

ASSOGESTIONI. *Nouva mappa del risparmio gestito*. Disponível em: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,243,4714/21009_2008_09.pdf>. Acesso em: 11 jan. 2008.

BANK OF JAPAN. *Recent developments in hedge funds*. Nippon Ginko Chousa Kiho Jul. 2005. Disponível em: <http://www.hedgeworld.com/research/reports/viewer.cgi?doc_id=1606> Acesso em: 29 mar. 2007.

BANK OF ENGLAND. Disponível em: <www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2006/speech285.pdf>. Acesso em: 18 maio 2008.

BARRETO, Lauro Muniz. *Direito bancário*. São Paulo: Ceud, 1975.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BEALES, Richard; CHUNG, Joanna. *Banks take to a supporting role as hedge funds flourish*. Londres: Financial Times, Aug. 9 2006. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/17644b06-2743-11db-80ba-0000779e2340.html>>. Acesso em: 27 jan. 2008.

BELLATO, Letícia L. N. *Efeitos da internacionalização de carteiras no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo, 2007. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BERNANKE, Ben S. *Hedge funds and systemic risk*. Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia - May 16, 2006. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20060516a.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2008.

BERTELLI, Ruggero. *Financial leverage: risks and performance in hedge fund strategies*. Jan. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1030400>>. Acesso em: 29 jun. 2008.

BESSONE, Darcy. *Do contrato: teoria geral*. 3 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

BESSONE, Mario. *Diritto dei mercati finanziari*. Milano: Giuffrè, 2002.

BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Trad. Fernando de Miranda. Coimbra: Coimbra Ed., 1969.

BOBBIO, Norberto; MATTEUCCI, Nicola; PASQUINO, Gianfranco. *Dicionário de Política*. 12. ed. Brasília: Ed. da UnB, 1999.v. 1 e v. 2.

BOSSONE, Biagio. What Makes Banks Special? a study of banking, finance, and economic development. *World Bank Policy Research Working Paper No. 2408*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=630780>>. Acesso em: 12 maio 2006.

BRAMANTE, Riccardo; CIPOLLINI, Alessandro; MANZINI, Antonio. *Assessing the performance of hedge funds market: an application to the Italian hedge funds industry*. Jun. 07. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995607>>. Acesso em: 6 jun. 2008.

BRANCO, Gustavo Castello; FRANCO, Delano. *Risco e retorno nos hedge funds brasileiros*. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS – SBFIN, 4. Rio de Janeiro, jul. 2004.

BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN. *Making hedge funds more transparent. Position paper of the Association of German Banks*. Berlin, 15 May 2007. Disponível em: <http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/052007/sp0705_vw_hedge_fonds_en.pdf> Acesso em: 22 nov. 2007.

CALDWELL, Ted. *A primer on hedge funds*. Lookout Mountain Capital, Inc. Boletim. Disponível em: <www.jonesmodel.info>. Acesso em: 24 nov. 2007.

CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa, (Coords.). *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARDASCIA, Danilo. *Fondi Speculativi, uno strumento per investitori sofisticati. Amministrazione & Finanza*, Milano, v. 18, n. 16, p. 52-60, 2006.

CESARINI, Francesco; GUALTIERI, Paolo. *I fondi comuni d'investimento*. Roma: Ed. Mulino, 2005.

CHANY, Nicholas T.; GETMANSKY, Mila; HAAS, Shane M.; LO, Andrew W. Systemic risk and hedge funds. *MIT Sloan Research Paper*, n. 4535-05. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=671443>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

CHINCARINI, Ludwig B. The Amaranth debacle – a failure of risk measures or a failure of risk management? Apr. 5, 2007. *Journal of Alternative Investments*. No prelo. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952607>. Acesso em: 29 nov. 2007.

_____. The amaranth debacle – what really happened. Oct. 24, 2007. *Journal of Alternative Investments* No prelo. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1023810>>. Acesso em: 29 nov. 2007.

COASE, Ronald H. *The firm, the market, and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento. Abr. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 24 out. 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitações do seu objeto. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 319-330.

CORDON, W. Max. *Economic policy: exchange rates and the international system*. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.

CRETELLA Jr., José. *Elementos de direito constitucional*. 3 ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000.

DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de teoria geral do Estado*. 20 ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

DAVIES, Howard. *Integrated financial regulation: lessons from the UK's Financial Services Authority*. Centre for financial Studies Seminar - Frankfurt. Dec. 5, 2001. Disponível em: <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2001/sp86.shtml>> Acesso em: 3 nov. 2006.

DE CHIARA, José Tadeu. *Moeda e ordem jurídica*. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Mimeo.

DIONNE, Georges. *The foundations of risk regulation for banks: a review of the literature*. Disponível em: <<http://www.bankofcanada.ca/en/conference/2003/foundations.pdf>>. Acesso em: 7 nov. 2006.

DOLINGER, Jacob. *Direito internacional privado*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo código civil: uma abordagem da indústria dos fundos de investimento, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor*. São Paulo: Textonovo, 2005.

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot. *Dictionary of financial terms*. 7. ed. Haupage (NY): Barrons, 2006.

EASTERLING, Ed. *Hedge Funds: Myths & Facts*. Apr. 2007. Disponível em: <http://www.hedgeworld.com/research/reports/viewer.cgi?doc_id=1623>. Acesso em: 9 jun. 2007.

THE ECONOMIST, v. 389, n. 8.610. *Locked away*. Londres, The Economist Newspaper Limited. 13 dez. 2008.

EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de "Hedging". *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 90, p. 13-22, abr./jun. 1993.

_____. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 21, n. 48. p. 48-59, out./dez. 1982.

EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. Disponível em: <http://www.efama.org/index.php?option=com_content&task=view&id=25&Itemid=58>. Acesso em: 21 out. 2008.

_____. *Hedge funds regulation in Europe - a comparative survey*. Nov. 2005. Disponível em:

<<http://www.efama.org/30Documents/05Regulatoryenvironment/EFAMA%20Documents/hedgefundsregulationsurvey/documentfile>>. Acesso em: 03 set. 2007.

FERRARINI G.; MARCHETTI, P. (Orgs.). *La riforma dei mercati finanziari*. Milano: Edibank, 1998.

FERRI, Giuseppe. *Le società*. Torino: Unione Tipografico - Editrice Torinese, 1971. v. 10.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Hedge funds: a discussion of risk and regulatory engagement*. Jun. 2005. Disponível em: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf> Acesso em: 11 out. 2007.

FINANCIAL STABILITY FORUM. *Report of the working group on Highly Leveraged Institutions*. Apr. 2000. Disponível em: <http://www.fsforum.org/publications/r_0004a.pdf?noframes=1> Acesso em: 19 nov. 2006.

_____. *The FSF Recommendations and concerns raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs): An Assessment*. Mar. 2002. Disponível em <http://www.fsforum.org/publications/r_0203b.pdf> Acesso em 19 nov. 2006.

FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do antitruste*. 2 ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

FORTUNE. Disponível em: <<http://money.cnn.com/2008/12/17/news/companies/madoff.auditor.fortune/index.htm?pos tversion=2008121808>>. Acesso em: 21 dez. 2008.

FOSCHINI, Marcello. *Il diritto del mercato finanziario*. Milano: Giuffrè, 2008.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembléia de quotistas; quorum qualificado para destituição de administrador de fundo. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6 p. 11-39, 2006.

FRANÇA, Rubens Limongi (Coord.). *Enciclopédia Saraiva do Direito*. São Paulo: Saraiva, 1977. v. 15, v. 43.

FRANCO, Delano; BRANCO, Gustavo Castello. *Risco e retorno nos hedge funds brasileiros*. Disponível em <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/handle/123456789/1264>> Acesso em: 14 jun. 2008.

FRANCO, J. Nascimento. *Condomínio*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1997.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Aspectos da integração dos contratos no direito comercial*. São Paulo: Pioneira, 1979.

_____. *Manual de direito comercial*. 2. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2004. v. 1.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

FRIESE, Chatsis; HAMMER, Douglas et al. *United States regulation of hedge funds*. Chicago: American Bar Association Publishing, 2005.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global financial stability report: market development and issues*. Sept. 2004. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/02/index.htm>>. Acesso em: 11 maio 2008.

FUNG, William; HSIEH, David A.; TSATSARONIS, Konstantinos. *Do hedge funds disrupt emerging markets?* Disponível em: <http://muse.jhu.edu/journals/brookings-wharton_papers_on_financial_services/v2000/2000.1fung.pdf>. Acesso em: 17 mar. 2007.

GADO, L. G. Le clausole sulla gestione nei regolamenti dei fondi comuni. *Rivista delle Società*, Milano, v. 35, n. 5-6, p. 1411-1429, set./dic. 1990.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001.

GOMES, Bianca de Oliveira. Auto-regulação e o mercado financeiro: a experiência da ANDIMA. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 9, n. 34, p. 85-94, 2006.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

_____. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GONZALEZ, Ricardo Alonso; MATSUMOTO, Alberto Shigueru. *Vale a pena correr risco em fundo de investimentos alavancados no Brasil?* Disponível em: <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/107.pdf>> Acesso em: 7 jan. 2008.

GOWER, L.C.B. *Review of investor protection: a discussion document*. Londres: Her Majesty's Stationery Office, 1982.

_____. *Review of investor protection: report*. Part. I. Londres: Her Majesty's Stationery Office, 1984.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 7. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

_____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 1. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 1996.

_____. As agências, essas repartições públicas. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.). *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

GREENSPAN, Alan. *Risk transfer and financial stability*. Federal Reserve Bank of Chicago's Forty-first Annual Conference on Bank Structure, Chicago, Illinois. May 5, 2005. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2005/20050505/default.htm>> Acesso em: 24 jun. 2007.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 43, 1981.

GUIDI, Umberto. *Il condominio nel nuovo Codice Civile*. Milano: Giuffrè, 1942.

GUPTA, Bhashwar; SZADO, Edward. *Hedge fund legal structure and its impact on Performance*. May 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1135664>>. Acesso em: 11 ago. 2008.

HAYEK, Friederich August von. *Legge, legislazione e libertà*. Milano: EST, 2000.

HEDGE FUND STANDARDS BOARD. *The hedge fund sector: history and present context*. Disponível em: <http://www.hfsb.org/sites/10109/files/what_is_a_hedge_fund.pdf> Acesso em: 27 out. 2008.

HEINEMANN, Friedrich. *The benefits of creating an integrated EU market for investment funds*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=309099>>. Acesso em: 12 ago. 2008.

HENNESSEE GROUP. Disponível em: <<http://www.hennesseegroup.com/indices/returns/year/2008.html>>.

_____. Disponível em: <<http://www.hennesseegroup.com/information/info/Hedge%20Fund%20Assets%20vs.%20Number%20of%20Hedge%20Funds%20graph.pdf>>. Acesso em: 02 out. 2008.

ILLIG, Robert C. *The promise of hedge fund governance: how incentive compensation can enhance institutional investor monitoring*. No prelo. Minuta disponibilizada pelo autor.

INEICHEN, Alexander; SILBERSTEIN, Kurt. *AIMA's roadmap to hedge funds*. Nov. 2008. Disponível em: <http://www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm>. Acesso em: 27 nov. 2008.

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF FINANCIAL ENGINEERS. *Hedge fund disclosure for institutional investors*. Jul. 27, 2001. Disponível em: <<http://iafe.org/html/upload/IRCCConsensusDocumentJuly272001.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2007.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Country Report No. 05/91. Cayman Islands: assessment of the supervision and regulation of the financial sector*. Mar. 2005. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr0591.pdf>>. Acesso em: 03 maio 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Collective investment schemes in emerging markets – update of database*. Dec. 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD259.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2007, 15 jun. 2008.

_____. *Principles for the valuation of hedge fund portfolios – final report*. Nov. 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2007, 15 jun. 2008.

_____. *The regulatory environment for hedge funds - a survey and comparison*. Nov. 2006. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2007, 15 jun. 2008.

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*. Bari: Laterza, 2003.

KAMBHU, John; SCHUERMAN, Til; STIROH, Kevin J. *Hedge funds, financial intermediation, and systemic risk*. Jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995907>>. Acesso em: 08 out. 2007.

KAUFMAN, Herbert M. *Money and banking*. Lexington, Massachusetts: D.C. Heath and Co., 1992.

LANDAU, Peter. The hedge funds: Wall Street's new way to make money. *New York Magazine*, New York, v. 1, n. 29, p. 20-24, 1968.

LAZZARI, Valter; CARDANI, Andrea; COMI, Ettore. L'Offerta dei Fondi di Fondi Speculativi in Italia. *Liuc Papers n. 128, Serie Financial Markets and Corporate Governance*. 2 ago. 2003. Disponível em: <<http://www.biblio.liuc.it/liucpapersita.asp?codice=133>> Acesso em: 13 ago. 2007.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e "insider trading"*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

LEDERMAN, Scott J. *Hedge fund regulation*. New York: Practising Law Institute, 2007.

LIMA, Gilberto Tadeu. Evolução recente da regulação bancária no Brasil. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação financeira e bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.

LOFFREDO, Francesca. *Le persone giuridiche e le organizzazioni senza personalità giuridica*. Milano: Giuffrè, 2004.

LOOMIS, Carol J. Hard times come to hedge funds. *Fortune Magazine*, New York, Jan. 1970.

_____. The Jones nobody keeps up with. *Fortune Magazine*, New York, p. 237–247, Abr. 1966. *Personal Investing*.

LOPES, João Batista. *Condomínio*. 8. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2003.

LORENZINI, Frédéric. *SICAV et FCP: apprenez a choisir les meilleurs*. Paris: Gualino éditeur, 2005.

LOWENSTEIN, Roger. *When genius failed: the rise and fall of long-term capital management*. New York: Random House, 2001.

MACEY, Jonathan. MILLER, Geoffrey. *Banking law and regulation*. 3 ed. New York: Aspen Publishers, 2001.

MAGALHÃES, César. A inserção institucional da agência reguladora do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 9, n. 34, p. 95-119, 2006.

MANAGED FUNDS ASSOCIATION. *Sound practices for hedge fund managers*. Disponível em: <<http://www.managedfunds.org/downloads/Sound%20Practices%202007.pdf>>. Acesso em: 09 out. 2008.

_____. *Comments of managed funds association for the U.S. securities and exchange commission roundtable on hedge funds*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-mfa.htm>>. Acesso em: 19 jun. 2007.

MANN, Frederik Alexander. *The legal aspects of money: with special reference to comparative and public international law*. 5 ed. Oxford: Oxford University Press, 1992.

MARYLAND DEPARTMENT OF LEGISLATIVE SERVICES. *Understanding the global financial crisis and its impact on Maryland*. Oct. 2008. Disponível em: <<http://mlis.state.md.us/2008rs/misc/FinancialCrisis.pdf>>. Acesso em: 29 nov. 2008.

MELLO, Celso D. de Albuquerque. *Curso de direito internacional público*. 13 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. v. 1 e v. 2.

MORAES, Alexandre de. *Direito constitucional*. 11. ed., São Paulo: Atlas, 2002.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2000.

_____. *Direito monetário e tributação da moeda*. São Paulo: Dialética, 2006.

- _____. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999.
- NAZARETH, Annette L. *Speech by SEC Commissioner: remarks before the Conference of Business Economics*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch020807aln.htm>> Acesso em: 23 jan. 2008. Discurso proferido em 8 de fevereiro de 2007.
- NUNES, Luiz Antonio Rizzatto. *Manual da monografia jurídica*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- PAREDES, Troy A. *Hedge funds and the SEC: observations on the how and why of securities regulation*. May 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=984450>>. Acesso em: 10 ago. 2007.
- _____. *On the decision to regulate hedge funds: the SEC's regulatory philosophy, style and mission*. Mar. 06. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893190>>. Acesso em: 10 jan. 2007.
- PARTNOY, Frank S. THOMAS, Randall S. *Gap filling, hedge funds, and financial innovation*. Out. 06. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=931254>>. Acesso em: 13 dez. 2006.
- PELOSI, Flavia Dias. *Processo de investimento de longo prazo – a importância dos hedge funds como alternativa de alocação*. 2003. Dissertação (Mestrado) - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), Rio de Janeiro, 2003.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000. v.1.
- PETERSEN, André. *A indústria de hedge funds no Brasil: uma avaliação preliminar*. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Mimeo.
- PETERSON, Nora. *Wall Street lingo: thousands of terms explained simply*. Ocala (FL): Atlantic Publishing Group, Inc, 2007.
- PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. 2002. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Mimeo.
- PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *The hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*. Apr. 1999. Disponível em: <<http://treas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf>>. Acesso em 13. Set. 2006.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1988.
- RIASSETTO, Isabelle; STORCK, Michel. *OPCVM*. Paris: Joly Ed., 2002.
- ROCHA, Jean Paul Cabral da Veiga. As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da CVM. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2000.

ROCHA, Tatiana N. *Fundos de investimento e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2005.

SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária - navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001.

RUIZ ALONSO, Félix. Os fundos de investimentos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 10, n. 1, 1971.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. São Paulo: Malheiros Ed., 2001.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. Nova regulamentação do mercado de balcão organizado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 109, 1998.

_____. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

SANTS, Hector. *The regulator's view of hedge funds and hedge funds standards*. Hedge 2008 Conference, Victoria Park Plaza, London, U.K. – Oct. 22, 2008. Disponível em: <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/1022_hs.shtml>. Acesso em: 12 nov. 2008.

SCHWARCZ, Steven L. Systemic risk. *Duke Law School Legal Studies Paper No. 163; Georgetown Law Journal, Vol. 97, No. 1, 2008*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1008326>> Acesso em 28 set. 2008.

SHADAB, Houman B. The challenge of hedge fund regulation. *Regulation*, v. 30, n. 1, p. 36-41, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=978539>> Acesso em: 2 dez. 2007.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 18. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

SILVA, Luís Virgílio Afonso da; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. A regulamentação do Sistema Financeiro Nacional: o art. 192 e o mito da lei complementar única. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 127. p. 79-92, jul./set. 2002.

SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do Código de Defesa do Consumidor: a proteção jurídica do investidor. In: SILVA, Geraldo José Guimarães da, GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha (Coords.). *Direito bancário e temas afins*. Campinas: CS, 2003. p. 567-649.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Curso de direito internacional público*. São Paulo: Atlas, 2002. v. 1.

SOROS, George. *A crise do capitalismo global: os perigos da sociedade globalizada – uma visão crítica do mercado financeiro internacional*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2001.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. *Regime jurídico das opções negociadas em bolsas de valores*. 2002. Tese (Doutoramento) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Mimeo.

SUNDFELD, Carlos Ari. Introdução às agências reguladoras. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). *Direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros Ed., 2000.

SZTAJN, Rachel. Regulação e concorrência no sistema financeiro. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa, (Coords.). *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 233-254.

TANURE, Fabricio. *A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários*. Ago. 2003. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ.asp>> Acesso em: 17 fev. 2007.

TÔRRES, Heleno Taveira. *Pluritributação internacional sobre as rendas de empresas*. 2. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

TURCZYN, Sidnei. *O Sistema Financeiro Nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE. *Long term capital management: regulators need to focus greater attention on systemic risk*. Oct. 1999. Disponível em: <<http://www.gao.gov/archive/2000/gg00003.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2006.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Staff Report to the U.S. SEC - *Implications of the growth of the hedge funds*. Sept. 2003. Apêndice A. Disponível em <<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2007.

UNITED STATES SENATE COMMITTEE ON HOMELAND SECURITY AND GOVERNMENTAL AFFAIRS. *Excessive speculation in the natural gas market, senate staff report*. Jul. 2007. Disponível em: <http://hsgac.senate.gov/_files/062507Report.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2007.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Bancos centrais no direito comparado*. São Paulo: Malheiros Ed., 2005.

VERRET, J.W. Dr. Jones and the raiders of lost capital: hedge fund regulation, Part II, a Self-Regulation proposal. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, v. 32, n. 3, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1109245>> Acesso em: 2 maio 2008.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. O risco de crédito e os novos instrumentos financeiros: uma análise funcional. In: WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coords.). *Contratos bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 80, 1990.

ZWEIGERT, Konrad. KÖTZ, Hein. *Introduzione al diritto comparato*. Milano: Giuffrè, 1998. v. 1.