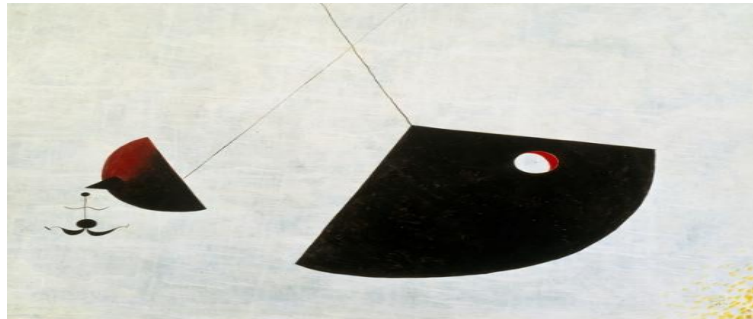


# Finanças que operam nas sombras<sup>1</sup>

Lenore Palladino<sup>2</sup>

A finança não regulamentada cresce no coração da economia americana



Em outubro de 2025, a fabricante de autopeças *First Brands*, sediada em Ohio, enfrentou problemas para pagar a sua dívida. A imprensa financeira tratou do caso, mas não porque a *First Brands* fosse particularmente importante ou excepcional para a economia dos EUA. O fez porque várias instituições financeiras começaram a perceber que a exposição mantida com essa empresa — por meio de seus fundos de aplicação privados — era maior do que eles pensavam.

Eis que, ao contrário dos bancos, os fundos de aplicação privados não são regulados e, por isso, é bem difícil apreciar o potencial de riscos interligados, realizar a devida diligência ou avaliar a razoabilidade dos empréstimos. Como o regulador financeiro do Reino Unido, Simon Walls, diretor executivo de mercados, tem apontado: "Não há uma distinção muito clara entre o setor bancário e o setor não bancário" — mas os reguladores só podem lidar com um ou outro.

O episódio produzido pela *First Brands* acabou se mostrando como o prenúncio de uma tendência mais ampla. Agora, no início de 2026, a imprensa financeira começou a tocar os sinos de alarme sobre o "estresse" no setor de aplicações privadas (private equity<sup>3</sup>) e de crédito privado.

As aplicações privadas (private equity) têm US\$ 3,7 trilhões alocados em empresas invendáveis (ou zumbis, que somam de 29 mil a 31 mil nos EUA), cujas vendas estão desacelerando. Ora, isso motiva os fundos de pensão líderes, assim como outros acionistas institucionais, a reduzirem as suas alocações de portfólio em tais aplicações privadas (private equity).

Existem, pois, sintomas de que uma mudança estrutural está em curso. As finanças não reguladas estão se tornando o centro de gravidade dos mercados

---

<sup>1</sup> Fonte original: Finance in the dark. Phenomenal world:  
<https://www.phenomenalworld.org/analysis/finance-in-the-dark/>

<sup>2</sup> Professor assistente do Departamento de Economia e da Escola de Política Pública da Universidade de Massachusetts em Amherst.

<sup>3</sup> "Private equity" (aplicações privadas) são investimentos em empresas não listadas em bolsas de valores, realizados por fundos especializados, com o objetivo de reestruturação, crescimento ou venda futura do negócio para gerar lucro. Distinguem-se das "public equity", ou seja, aplicações privadas em empresas reguladas pelo Estado para que não contrariem o interesse público.

financeiros. E elas estão atraindo, cada vez mais, famílias não ricas para seu vórtice. O sistema financeiro norte-americano está se movendo não apenas para as sombras, mas para a escuridão, pois as atividades dessas empresas são altamente opacas; ademais, elas se encontram também amplamente protegidas do escrutínio público.

### **Alto risco, alta recompensa**

Como chegamos até aqui? Desde as reformas após a Grande Crise de 1929, a lei dos valores mobiliários separou os bancos regulados e as bolsas dos chamados mercados de aplicações "privadas". Desde então, recebem o qualificativo de "públicos" aqueles mercados regulados pela "Securities Act" de 1933 e pela "Securities Exchange Act" de 1934, a legislação histórica que estabeleceu a "Securities Exchange Commission" (SEC), que supervisiona a emissão de valores mobiliários financeiros e exige a divulgação regular (trimestral) das finanças das empresas emissoras.

As Leis de 1933 e 1934 estabeleceram um espaço público altamente regulado, baseado na premissa de que a falta de informações sobre o que verdadeiramente ocorria com finanças subjacentes havia permitido que especuladores enganassem os acionistas comuns.

Acreditava-se que informações confiáveis tornavam os mercados mais líquidos e, portanto, mais confiáveis. Para evitar que os especuladores enganassem e levassem o público a posições propensas a corridas bancárias, crises de crédito e secamento da liquidez, uma melhor divulgação por parte daqueles que emitiam produtos de investimento era considerada uma proteção contra esses abusos de confiança.

Contudo, essas leis deixaram um espaço, um domínio privado pouco regulado, não coberto por regulações mais rígidas. Os mercados privados eram domínio de acionistas especialistas, gente rica capaz de realizar negociações sem divulgação pública. Essa distinção inicialmente limitava quem poderia participar desses mercados obscuros — acionistas institucionais, como fundos de pensão públicos, por exemplo, não podiam comprar títulos a menos que fossem vendidos em mercados públicos.

A regulamentação financeira do New Deal limitava os tipos de acordos que fundos de pensão podiam realizar; os fundos precisam ser gerenciados por gestores de fundos, "consultores registrados" na gíria da SEC, que são obrigados a divulgar certas informações sobre suas atividades. Mas a lei conhecida como "Investment Company Act" de 1940, que define uma "empresa de investimentos" na legislação dos EUA, estabeleceu duas exceções<sup>4</sup>, as quais permitem que gestores de fundos negociem fora dos mercados públicos se tiverem menos de 100 participantes ou se forem considerados "compradores qualificados".<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Seção 3(c)(1) e Seção 3(c)(7).

<sup>5</sup> 250 clientes para fundos de capital de risco com menos de 10 milhões de dólares em capital. Cf. Clayton 2020, Investidores Públicos, Fundos Privados e Direito Estadual. "De acordo com a Lei de Valores Mobiliários de 1933, todos os investidores de um fundo normalmente devem ser 'investidores credenciados' que atendam a certos limites de patrimônio líquido (geralmente 5

Os fundos usam essas exceções há muito tempo devido ao seu perfil de alto risco e alta recompensa. Como o mercado desses investimentos tem sido, por definição, muito menor e sem exigências de divulgação por parte dos emissores ou gestores de fundos, ele é consideravelmente menos líquido — portanto, de alto risco. Assim, famílias com poucos recursos não tinham acesso a eles.

Durante a administração Nixon, grandes empregadores corporativos frequentemente falharam em cumprir suas obrigações com as aposentadorias de seus trabalhadores. Em consequência, o Congresso aprovou a Lei de Segurança de Renda de Aposentadoria dos Empregados (ERISA). Após a longa inflação da era da Guerra do Vietnã, porém, essa mesma lei foi reinterpretada para permitir que fundos de pensão investissem em títulos mais especulativos, incluindo aqueles de capital de risco.

Apenas duas semanas antes da Casa Branca anunciar a nomeação de Paul Volcker como presidente do Conselho de Governadores do Federal Reserve, o Departamento do Trabalho revisou suas regras que regiam as decisões dos curadores de fundos de pensão, permitindo que eles comprassem ativos ilíquidos pela primeira vez.

O volume desse tipo de investimento montava 69 milhões de dólares em 1978. Como 15 por cento de todos os fundos arrecadados pelos fundos de pensão passaram a ser investidos em "parcerias independentes de *venture capital*", o montante aumentou para 1.808 milhões de dólares em 1983 (medidos em valores constantes de 1997; 138 milhões e 3,6 bilhões em valores de 2025).

Nas décadas de 1980 e 1990, "fundos de pensão forneciam entre 31% e 59% dos fundos arrecadados por empreendimento independentes de capital de risco. Isso, por sua vez, aumentou sua participação em todos os "venture funds" de 40% em 1980 para 80% uma década depois."<sup>6</sup> Essa mudança possibilitou o crescimento dos mercados com informação privada como fonte de fornecimento de ativos ilíquidos. Pela primeira vez, os detentores de ativos financeiros institucionais — aplicadores em fundos de pensões — puderam ser seus clientes.

### **A Nova Conjuntura**

A grande crise financeira de 2007-2008 trouxe uma nova realidade. À medida que os bancos se tornaram mais regulados para evitar futuros colapsos, o capital

---

milhões de dólares para certas entidades e 1 milhão de dólares para indivíduos) (...). De acordo com a Lei das Companhias de Investimento de 1940 (a "Lei das Companhias de Investimento"), todos os investidores do fundo devem ser "compradores qualificados" que atendam a um conjunto diferente de limites de patrimônio líquido (geralmente 25 milhões de dólares para certas entidades e 5 milhões para indivíduos)... Alternativamente, a Lei das Companhias de Investimento de 1940 permite que um fundo privado opere desde que tenha menos de 100 investidores... Existem várias outras exceções à Lei das Companhias de Investimento, mas esses são os mais comumente usados. Além disso, se os gestores quiserem cobrar remuneração baseada em incentivos, seus investidores também devem atender ao padrão de "cliente qualificado" estabelecido na Regra 205-3 da Lei de Consultores de Investimento, que atualmente exige que entidades e pessoas físicas tenham um patrimônio líquido de pelo menos \$2,1 milhões ou um investimento com o gestor de pelo menos \$1 milhão."

<sup>6</sup> William Lazonick, "The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value," Institute for New Economic Thinking, Working Paper No. 58, 20 de Junho de 2017.

passou a fluir cada vez mais para as instituições financeiras não reguladas. Assim, as aplicações privadas (private equity) assumiram cada vez mais o controle de setores como habitação, creche e infraestrutura. Segundo a SEC, tais fundos privados mantinham US\$ 26,5 trilhões brutos e US\$ 16,7 trilhões líquidos no segundo trimestre de 2025 (este é o dado mais recente disponível). Desses US\$ 16,7 trilhões, US\$ 7,3 trilhões eram mantidos em vinte e cinco mil fundos de aplicação privada (private equity) e outros US\$ 5,7 trilhões por nove mil fundos hedge.

A gestão desses fundos, no entanto, é concentrada: os US\$ 16,6 trilhões em ativos líquidos foram, em última análise, gerenciados por apenas quatro mil conselheiros registrados. Os fundos de aplicação privada em especial têm crescido muito rapidamente. Segundo a Moody's, os fundos de aplicação privada detinham US\$ 217 bilhões em 2010, mas cresceram para US\$ 1,2 trilhão em 2023. O ativo cripto é a mais difícil de definir: a CoinGecko, estima a capitalização global de mercado cripto em US\$ 2,4 trilhões hoje, abaixo dos US\$ 4,4 trilhões registrados apenas em outubro de 2025.

No entanto, à medida que os grandes ganhos dos fundos privados foram apertados pelas decisões do "dinheiro inteligente", que tem valores de compra altos, as empresas de aplicação privada (private equity) estão tendo cada vez mais dificuldade para vender as empresas que mantêm em seus portfólios para obter ganhos. Isso fez com que os investidores institucionais se tornassem cauteloso em continuar investindo.

Um dos principais objetivos desse ramo veio a ser, portanto, quebrar a barreira que impedem os investimentos em fundos privados de abarcarem as poupanças de vida dos americanos comuns. E elas montam aproximadamente 12 trilhões de dólares, sendo mantidas em planos de contribuição definida patrocinados pelos empregadores. Ora, essa quantia é um grande prêmio para atores financeiros não regulados e a administração Trump tem-se aliado a esses interesses. E ela tem priorizado o crescimento dessas finanças não reguladas já que as colocaram no centro de sua agenda.

No verão passado, a Casa Branca emitiu uma Ordem Executiva visando democratizar o acesso a ativos alternativos para Investidores no sistema conhecido pela sigla "401(k)". E ela apresenta o acesso a ativos "alternativos" como uma barreira que deve ser ultrapassada. Embora esses ativos estejam disponíveis para os beneficiários ricos e dos fundos públicos de pensão, afirma que os detentores do 401(k) são privados da "oportunidade de participar" dessa fonte de ganhos — por isso mesmo, denuncia a exclusão existente como injusta já que impede o acesso às oportunidades de acumulação de riqueza nos mercados privados.

A Ordem Executiva não menciona a razão pela qual essa barreira existe desde a expansão dos planos de contribuição definida durante a década de 1940. O Departamento do Trabalho, regulador dos planos de aposentadoria fornecidos pelos empregadores, deu sequência à Ordem no final de setembro revogando uma declaração da era Biden que "desencorajava os fiduciários a considerarem ativos alternativos nos menus de investimento do plano 401(k)." A Casa Branca não

divulgou nada sobre se o próprio “Thrift Savings Plan” do governo federal, que detém US\$ 1 trilhão em ativos, investiria em "ativos alternativos".

Essas medidas para desregulamentar a poupança da classe média ocorreram após a SEC afirmar, em maio de 2025, que não limitará mais os fundos que se propõem a investir mais de 15% dos ativos líquidos em fundos privados. Eles não precisarão mais limitar a venda de suas ações a investidores credenciados com um investimento mínimo de \$25.000 ([Cordas & Cinza 2025](#)).

Esse limite não se baseava em lei, mas constava dos comentários constantes nos documentos de divulgação. Como resultado, esses fundos agora podem divulgar seus produtos de investimento diretamente para as famílias. Ademais, em paralelo, a SEC considerou fazer mudanças na própria regra de investidores credenciados.

Têm sido oferecido aos membros do plano 401(k) – administrados pela gestora de aposentadorias conhecida como “Great Grey Trust” – acesso a ativos de aplicação privada (private equity) em fundos “data-alvo”. "A inclusão dos ativos do mercado privado nas contas de aposentadoria," diz Martin Small, gestor da BlackRock, "poderia adicionar 50 pontos-base de retorno adicional anualmente e gerar 15% a mais ativos de aposentadoria até o fim da vida."

É a interação entre os mercados privados e o sistema de crédito que representa o maior risco sistêmico. Nos mercados privados, as próprias empresas tomadoras de crédito não são obrigadas a divulgar suas finanças ao público. Empresas privadas de crédito fazem suas próprias avaliações de empréstimos em substituição dos bancos e gestores de ativos que, em última análise, possuem os empréstimos. Os credores, ademais, têm estendido prazos e condições para manter as taxas de inadimplência baixas.

Um dos fatores que atualmente coloca o valor da aplicação privada (private equity) em risco é o futuro dos valores mobiliários das empresas de software, especialmente softwares por assinatura. Com o avanço da IA, bilhões de dólares em empréstimos para essas empresas estão caindo drasticamente. Cerca de 20% dos empréstimos dos fundos de aplicação privada vão para empresas de tecnologia.

O risco não é apenas para softwares mais antigos: a Oracle de Larry Ellison pegou emprestado pelo menos 56 bilhões de dólares em empréstimos de bancos para construção e expansão dos centros de dados (data centers) a serem alugados pela OpenAI. Os bancos agora estão buscando vender esses empréstimos para empresas de aplicação privadas (private equity) e companhias de seguros.

O UBS prevê que, sob "cenários agressivos de disrupção da IA", os calote no crédito privado aumentarão de 12% para 13%. Analistas do Barclays consideram “quase impossível” saber os riscos totais de tal recessão. Mas, com os fundos de pensão e os 401(k) do país convidados a participar, os ativos ilíquidos das finanças não reguladas podem ser trocados dos livros dos gestores de fundos para os das famílias — que terão que absorver as perdas.

O novo Congresso também aprovou a lei de Trump conhecida como GENIUS Act. Dando seguimento à sua promessa de "fazer da América a capital mundial das

criptomoedas", a lei abriu a porta para plataformas de tecnologia emitirem seu próprio dinheiro. E isso ocorreu apesar do inverno "Cripto" de 2022-23, em que US\$ 2 trilhões em valor foram rapidamente eliminados.

Logo, a Morgan Stanley anunciou que qualquer uma de suas contas de clientes, incluindo contas de aposentadoria, pode agora conter criptomoedas. Em apenas três meses após esse anúncio, o bitcoin caiu quarenta e cinco por cento em relação ao seu valor máximo — anunciando o retorno do inverno cripto.

### **Um Arcabouço Alternativo**

O crescimento dos mercados privados (sem supervisão pública) ameaça elevar não apenas o risco financeiro, mas também aumentar do poder econômico para alguns dos piores atores da economia política dos EUA. As atividades dos líderes de firmas de aplicação privada (private equity) são bem documentadas: eles compram empresas, as sobrecarregam com dívidas e cortam custos de forma tão agressiva que essas empresas desmoronam.

A campanha dos trabalhadores da Toys R US pela indenização que lhes foi prometida, organizada pela "United for Respect" e documentada por Megan Greenwell, chamou a atenção de muitas pessoas para esse fato alucinado. Inúmeras comunidades, desde o Rustbelt no Nordeste e Meio-Oeste até as cidades de petróleo e refinarias do Sul e Sudoeste, e os escritórios de colarinho branco do Sunbelt, viram as mesmas obrigações quebradas pelo controle dos grandes empregadores do setor financeiro externo.

Nas últimas duas décadas, empresas de aplicação privada (private equity) invadiram a área da saúde, comprando hospitais, empresas de cuidados domiciliares e até prestadores de cuidados paliativos devido às suas fontes dedicadas de receita pública. Aumentar a lucratividade desses ativos exige cortes agressivos nos custos e diminuição da qualidade do atendimento; isso foi bem documentado por Eileen Appelbaum e Rosemary Batt. E, mais recentemente, essa empresa de aplicação privada (private equity) tornou-se o maior proprietário, agravando a crise de acessibilidade habitacional.

A tomada de cada vez mais da economia real por meio de finanças não reguladas ameaça potencializar esse processo. As empresas geralmente tomam empréstimos de fundos de crédito privados ou são mantidas em portfólios de fundos de aplicação privada (private equity). A maioria das carteiras de aposentadoria das famílias será alocada a ativos financeiros não regulados.

Os gigantes das finanças reguladas percebem a ameaça aos seus modelos de negócios e estão fazendo o possível para alcançar e fazer parcerias com instituições financeiras não reguladas sempre que podem. Jamie Dimon do JP Morgan Chase — conhecido como o "banqueiro mais bem-sucedido em gerações" — denegriu abertamente os riscos dos fundos de crédito privado e, ao mesmo tempo, alocou 50 bilhões de dólares para crédito privado. Apesar de instituições reguladoras financeiras, do FMI ao Federal Reserve (FR) e ao Banco de Pagamentos Internacionais (BIS), denunciarem os riscos, pouca atenção foi dada. Apesar da crescente conscientização sobre possíveis danos, as finanças não reguladas continuarão a crescer até que algo as impeça.

Não faltam propostas para a reforma regulatória financeira. Mas as soluções oferecidas, mesmo por reformadores agressivos como a senadora Elizabeth Warren, adotam principalmente uma abordagem baseada em incentivos. Práticas não são proibidas como deveriam acontecer. Eles se tornam menos atraentes ao equalizar as alíquotas de ganhos de capital e imposto de renda, além de ajustar as taxas que podem ser cobradas. No entanto, estender o perímetro da regulação dos mercados públicos para incluir criptomoedas e crédito privado, ou mesmo a alocação privada (private equity), não trará o setor financeiro para o serviço da economia real.

Se as empresas de alocação privada (private equity) fossem obrigadas a divulgar relatórios trimestrais tal como acontece as corporações reguladas pela SEC, isso não evitaria muitos dos abusos de que se ouve falar agora sobre extração financeira. Afinal, a divulgação feita e exigida nos mercados públicos é o que nos permite saber quais valores de ações estão sendo mais claramente impulsionados pelos programas de recompra.

A apresentação dos dados nos mercados públicos é o que nos permite ver a relação preço/lucro absurda de muitas ações, o que pode nos favorecer. A divulgação não resolveu os problemas das finanças predatórias — sua capacidade de manipular os mercados de valores mobiliários, centralizar o controle econômico, cortar salários e aumentar preços.

Proteger a poupança individual e promover o investimento em empreendimentos produtivos exige proibir os tipos de manipulação legal do mercado que caracterizam a indústria e suas jogadas cada vez mais políticas. Isso significa enxergar todas as finanças como um único setor com um conjunto comum de problemas. Exige revisitar as leis de valores mobiliários e proteção ao investidor que surgiram após a Grande Depressão.

Muitos reformadores têm dúvidas razoáveis sobre os riscos dessa abordagem; se abrirmos essas leis ao escrutínio do Congresso hoje, é improvável que tenhamos decisões de poder político melhores. Mas o que a política das finanças privadas ensina é a inadequação de considerar apenas o que podemos alcançar no curto prazo, dadas as restrições políticas.

As finanças não reguladas cresceram prometendo ao público um futuro muito diferente do presente. Desenvolver uma estrutura geral para regular as finanças, holística e estruturalmente, que possa ser usada quando os reformadores tiverem a influência necessária, não é mais utópico do que o que aquilo os próprios mercados privados prometem.