

O IMPACTO DA NOVA REGULAÇÃO EUROPEIA NA  
INDÚSTRIA DE *HEDGE FUNDS*

Bruno Miguel dos Santos Teixeira

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Finanças

Orientador:  
Prof. Doutor João Pereira, ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa,  
Departamento de Finanças

Maio 2010

## Resumo

A grave crise internacional registada no ano de 2008, levou as autoridades de supervisão de todo o mundo a repensarem os seus modelos de regulação sobre os veículos de investimento alternativos, entre eles, os *Hedge Funds*.

Esta mudança, levou a Comissão Europeia a apresentar um conjunto de medidas com o objectivo de limitar e controlar os riscos assumidos por estas entidades, dando especial ênfase à uniformização da regulação em todo o espaço europeu e à limitação de algumas das principais ferramentas utilizadas pelos *Hedge Funds*, como o recurso ao efeito de alavanca financeira.

O objectivo do presente trabalho consiste na avaliação do impacto que as principais medidas desta proposta (redução dos níveis de alavanca financeira, aumento transparência, limite de comercialização a investidores profissionais e aumento dos requisitos de capital) irão produzir na indústria dos *Hedge Funds*.

Neste sentido, foi possível concluir, que o limite do nível de alavanca financeira levará a uma diminuição dos retornos em todas as classes de *Hedge Funds* e que o limite de comercialização destes fundos, apenas a investidores profissionais, originará uma redução do poder de negociação dos gestores perante os investidores institucionais.

Por outro lado, o aumento de transparência neste sector poderá levar ao aumento dos retornos do mesmo, através do aumento de confiança dos investidores, no entanto, a mesma medida levanta questões pertinentes, como por exemplo, se as autoridades terão capacidade para realizarem uma avaliação correcta e atempada das informações fornecidas pelos *Hedge Funds*.

**Palavras-chave:** Hedge Funds, impacto da nova regulação europeia, Limites à alavanca financeira, Aumento da transparência na Europa.

**Classificação JEL:**

G23 - Pension Funds; Other Private Financial Institutions

G28 - Government Policy and Regulation

---

## **Abstract**

The serious global crisis recorded in 2008, led international supervisors to rethink their regulation models for the alternative investment vehicles, including the *Hedge Funds*.

This change has led the European Commission to present a set of measures aimed at limiting and controlling the risks taken by these entities, with special emphasis to standardization of regulation in all Europe and limiting some of the main tools used by *Hedge Funds*, such as the use of financial leverage.

The aim of this work consists in evaluating the impact that the main measures of this proposal (reduction in levels of financial leverage, increased transparency, limit trading to professional investors and increased capital requirements) will produce on the *Hedge Fund* industry.

This study shows that the threshold level of financial leverage way lead to decreasing returns in all classes of *Hedge Funds*, and the limited trading of these funds, only to professional investors, way reduce the bargaining power of fund managers relative to institutional investors.

On the other hand, increased transparency in this sector could lead to increased returns, by increasing investor confidence. However, it raises important questions, such as whether the authorities have the capacity to carry out a proper assessment and timely information supplied by *Hedge Funds*.

**Key words:** *Hedge Funds*, Impact of the new European regulation, Limits of financial leverage, Increased of transparency in Europe.

***JEL Classification Number:***

G23 - Pension Funds; Other Private Financial Institutions

G28 - Government Policy and Regulation

---

***Agradecimentos***

*Agradeço ao Prof. Dr. João Pereira, pela sua orientação, compreensão e apoio na realização desta tese.*

*Gostaria também de agradecer à minha namorada, família e amigos por toda a confiança que depositaram em mim, a ajuda e as palavras de apoio.*

*Deixo ainda uma palavra de agradecimento ao meu colega Pedro Pires Ribeiro e aos meus colegas da PricewaterhouseCoopers pelas suas opiniões, conselhos e disponibilidade demonstrada.*

---

## Sumário Executivo

A grave crise internacional registada no ano de 2008, levou as autoridades de supervisão de todo o mundo a repensarem os seus modelos de regulação sobre os veículos de investimento alternativos, entre eles, os *Hedge Funds*.

Esta mudança, levou a Comissão Europeia a apresentar um conjunto de medidas com o objectivo de limitar e controlar os riscos assumidos por estas entidades, dando especial ênfase à uniformização da regulação em todo o espaço europeu e à limitação de algumas das principais ferramentas utilizadas por estes fundos, como o recurso ao efeito de alavanca financeira.

O objectivo do presente trabalho consiste na avaliação do impacto que as principais medidas desta proposta (redução dos níveis de alavanca financeira, aumento transparência, limite de comercialização a investidores profissionais e aumento dos requisitos de capital) irão produzir na indústria dos *Hedge Funds*. Para tal, recorreu-se às conclusões de diversos estudos sobre os temas acima referenciados.

No que diz respeito ao limite do uso do efeito de alavanca financeira, poder-se-á esperar que esta medida origine uma diminuição do retorno médio de todo o tipos de fundos presentes nesta indústria, e que levem os seus gestores a aumentarem o risco das suas carteiras, como forma de alcançar os seus objectivos de retorno/risco. Apesar de se esperar uma redução do retorno médio em todo o sector, as estratégias que potencialmente serão mais afectadas são as de Global Macro e Convertible Arbitrage.

Relativamente à medida de aumento dos requisitos de capital, espera-se que a mesma não produza grandes efeitos nos retornos e comportamentos dos agentes afectos a este sector, uma vez que a percentagem de fundos subcapitalizados nesta indústria é muito reduzida, sendo que essa subcapitalização é mais comum em fundos de pequena dimensão e em fundos que adoptam as estratégias de Fixed Income Arbitrage e Emerging Markets.

Quanto ao aumento de transparência no sector, existem várias consequências a ter em conta. Uma delas, é que poderá existir uma correlação positiva entre o aumento de transparência e o retorno destes fundos, o que se poderá justificar pelo aumento de confiança por parte dos investidores nestes veículos de investimento. No entanto, o aumento de transparência poderá não gera apenas benefícios, uma vez que poderá levar a alterações no comportamento dos agentes desta indústria, o que levaria a um aumento do risco em todo o sector.

---

Por último, a limitação do tipo de investidores irá resultar numa diminuição do universo de investidores deste sector, o que poderá resultar numa diminuição do poder de negociação dos gestores de *Hedge Funds* face aos investidores institucionais. Este facto poderá levar à reformulação de algumas práticas utilizadas por estes fundos, e consequentemente, à alteração do perfil de retornos registados por estes fundos nos últimos anos.

---

## Índice

<b>1. Introdução.....</b>	<b>1</b>
<b>2. A indústria de Hedge Funds.....</b>	<b>4</b>
2.1 <i>Descrição genérica.....</i>	<i>4</i>
2.2 <i>Evolução até aos nossos dias.....</i>	<i>6</i>
2.3 <i>Estratégias de Investimento.....</i>	<i>8</i>
2.3.1 Relative Value.....	9
2.3.2 Event Driven.....	9
2.3.3 Directional/Trading.....	10
2.3.4 Long/Short Equity.....	11
2.3.5 Outras estratégias.....	12
2.4 <i>Vantagens dos Hedge funds.....</i>	<i>12</i>
2.5 <i>Riscos incorridos pelos Hedge Funds.....</i>	<i>13</i>
2.6 <i>Tipos de investidores.....</i>	<i>15</i>
2.6.1 Investidores Particulares.....	16
2.6.2 Investidores Institucionais.....	18
<b>3. Hedge Funds e a crise internacional de 2008.....</b>	<b>21</b>
3.1 <i>Contributo dos Hedge Funds para a crise internacional de 2008.....</i>	<i>21</i>
3.2 <i>Performance dos Hedge Funds durante a crise.....</i>	<i>22</i>
3.3 <i>Performance dos Hedge Funds em 2009.....</i>	<i>23</i>
<b>4. Actual regulação de Hedge Funds na Europa.....</b>	<b>28</b>
<b>5. A proposta da Comissão Europeia.....</b>	<b>31</b>
5.1 <i>Contexto.....</i>	<i>31</i>
5.2 <i>Conteúdo da proposta.....</i>	<i>32</i>
5.2.1 Autorização.....	33
5.2.2 Mecanismos de gestão de riscos.....	33

5.2.3	Divulgação de informações às autoridades de supervisão .....	35
5.2.4	Protecção dos Investidores .....	35
5.2.5	Limites à utilização do efeito de alavanca financeira .....	36
5.2.6	Requisitos dos Hedge Funds .....	36
5.2.7	Direitos dos <i>Hedge Funds</i> .....	39
<b>6.</b>	<b>Impacto da nova regulação na indústria de <i>Hedge Funds</i> .....</b>	<b>40</b>
6.1	<i>Limite ao uso do efeito de alavanca</i> .....	41
6.2	<i>Exigência de fundos próprios iniciais e permanentes</i> .....	46
6.3	<i>Aumento da transparência</i> .....	49
6.4	<i>Limite do tipo de investidores</i> .....	51
<b>7.</b>	<b>Conclusão .....</b>	<b>53</b>
<b>8.</b>	<b>Bibliografia .....</b>	<b>55</b>



## 1. Introdução

A grave crise financeira internacional de 2008 tornou visíveis as diversas vulnerabilidades do sistema financeiro mundial, e demonstrou que os riscos inerentes a um sector ou indústria se podem espalhar rapidamente por todo o sistema financeiro, com graves consequências para todos os intervenientes nos mercados financeiros e para a estabilidade dos mercados subjacentes.

Foi com base neste tópico que a Comissão Europeia, em linha com o SEC<sup>1</sup>, decidiu desenvolver uma proposta, com o objectivo de alargar a regulação de todos os intervenientes e actividades financeiras que comportam riscos significativos, nomeadamente, os *Hedge Funds*.

O objectivo desta tese é analisar o impacto que a nova regulação poderá causar na indústria de *Hedge Funds*, mais concretamente, qual o efeito que as novas regras de supervisão poderão ter nas políticas de gestão, retornos e riscos assumidos por estes fundos.

No primeiro capítulo é efectuada uma descrição desta indústria, de modo a contextualizar o tema. Numa primeira fase pretende-se elaborar uma descrição genérica da indústria de *Hedge Funds*, assim como uma análise da sua evolução histórica. Esta análise permite estudar o comportamento desta indústria nas diferentes crises financeiras e realizar um paralelismo entre as reacções a essas crises e a reacção à crise internacional de 2008.

Posteriormente, e dada a grande variedade e complexidade desta indústria, são caracterizadas as estratégias de investimentos e tipos de investidores mais comuns na mesma.

Por último, neste primeiro capítulo, são apresentadas as vantagens e os riscos inerentes a estes veículos de investimento. A pertinência desta apresentação, passa pela percepção dos motivos que levaram a Comissão Europeia a desenvolver uma regulação específica para esta indústria.

No segundo capítulo, começa-se por identificar o contributo da indústria de *Hedge Funds* para a crise internacional de 2008, uma vez que, segundo vários economistas, as características peculiares desta indústria, como a falta de regulação, níveis de alavanca financeira muito elevados e estratégias de investimento bastante arriscadas, poderão ter

---

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission é a autoridade competente pela regulação nos E.U.A.

contribuído para um aumento da volatilidade de diversos activos, e conseqüentemente, para o aumento da instabilidade em todos os mercados financeiros.

Posteriormente, analisa-se o modo como a performance desta indústria foi afectada pela crise internacional de 2008. Para tal, foi elaborado um estudo sobre a performance obtida pelos diferentes tipos de *Hedge Funds*, durante, e imediatamente após, o período mais conturbado da crise. Num contexto geral, poder-se-á afirmar que os *Hedge Funds* lidam bem com as crises financeiras, no entanto, foram seriamente prejudicados pela turbulência e instabilidade dos mercados na crise de 2008.

No capítulo 3 é apresentada a actual regulação em vigor no espaço europeu, o que permite identificar as suas principais vulnerabilidades, assim como alguns dos principais motivos que levaram ao surgimento da proposta apresentada pela Comissão Europeia. No contexto actual, não existe um quadro regulamentar único, na União Europeia, para as actividades exercidas pelos *Hedge Funds*, sendo que cada país possui a sua própria regulação.

Posteriormente, no capítulo 4, são apresentados alguns dos pontos principais da proposta realizada pela Comissão Europeia, o que permite, recorrendo à análise do capítulo anterior, verificar as principais diferenças entre a actual regulação e a proposta efectuada. Deste modo, são identificadas como principais diferenças: o limite do uso do efeito de alavanca, os requisitos mínimos de capital, o aumento da transparência e o aumento da protecção dos investidores.

Por último, e com recurso a diversos estudos elaborados por vários economistas, apresentam-se no capítulo 5 as conclusões sobre o impacto que as principais medidas da nova regulação poderão causar na indústria de *Hedge Funds*.

No que diz respeito ao limite do uso do efeito de alavanca financeira, poder-se-á esperar que esta medida origine uma diminuição do retorno médio de todos os tipos de fundos presentes nesta indústria. Por outro lado, não se espera que a medida de requisitos mínimos de capital produza grandes efeitos nos retornos e comportamentos dos agentes afectos ao sector dos *Hedge Funds*, uma vez que segundo o estudo analisado, a percentagem de fundos subcapitalizados é muito reduzida.

Relativamente ao aumento da transparência, existem várias conseqüências a ter em conta. Uma delas, é que poderá existir uma correlação positiva entre o aumento de transparência e o retorno destes fundos. Outra, é que o aumento de transparência poderá

não gera apenas benefícios, uma vez que poderá levar a alterações no comportamento dos agentes desta indústria, o que levaria a um aumento do risco em todo o sector.

Por último, a limitação do tipo de investidores irá resultar numa diminuição do universo de investidores deste sector, o que poderá resultar numa diminuição do poder de negociação dos gestores de *Hedge Funds* face aos investidores institucionais.

## 2. A indústria de Hedge Funds

### 2.1 Descrição genérica

O termo *Hedge Fund* é normalmente utilizado para descrever uma variedade de diferentes tipos de veículos de investimento que partilham algumas características semelhantes. Pode-se definir um *Hedge Fund* como sendo um veículo de investimento, geralmente sob o formato de um fundo especializado, cujo objectivo é obter a maior rentabilidade possível utilizando todas as possibilidades de investimento ao alcance do gestor (como podem ser os instrumentos derivados) mas sem nenhum limite. No entanto, e segundo Stuart A. McCrary (2005), é muito difícil criar uma definição única de *Hedge Funds*, pois poder-se-á incorrer no problema de existirem certos tipos de *Hedge Funds* que não se enquadrem na definição efectuada.

Mas existe um ponto em comum na maioria dos *Hedge Funds*, esse ponto consiste no facto destes veículos recorrerem aos mais variados instrumentos e técnicas de mercado com o objectivo de reduzir a volatilidade do investimento e, em simultâneo, obter um rendimento atractivo e independente da evolução dos mercados financeiros. Em geral, considera-se que os *Hedge Funds* são fundos relativamente complexos e mais adequados a investidores profissionais ou com elevado património. Este tipo de fundos encontram-se geralmente domiciliados em zonas fiscalmente eficientes e são considerados como fundos não harmonizados<sup>2</sup>.

Originalmente, os *Hedge Funds* usavam os mercados derivados para cobrir o risco de posições no mercado à vista, obtendo um lucro sem risco, ou seja, a estratégia baseava-se em combinar investimentos de curto e longo prazo, com o objectivo de realizar uma cobertura da carteira face a movimentos do mercado. Este *hedge*, deu o nome a este tipo de fundos, designação que foi ficando até aos dias de hoje, embora, neste caso concreto, o nome desvirtue a sua verdadeira natureza: especulativa e alavancada.

Embora muitos acreditem que os *Hedge Funds* foram uma criação da desregulação financeira das décadas de 80 ou 90, isso não corresponde à verdade. Em 1949, um

---

<sup>2</sup> Um fundo harmonizado não é o mesmo que um fundo de origem comunitária, existindo a nível comunitário fundos que não são harmonizados, ou seja, que não obedecem à Directiva comunitária (vide art. 40.º do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro). São considerados não harmonizados os seguintes tipos de fundos: os imobiliários, os fundos especiais, os fundos cuja entidade gestora tenha sede fora da União Europeia, os fundos de índices, garantidos e os fundos fechados. Para além destes, os fundos de tesouraria e os fundos de fundos, ainda que sejam fundos abertos, não são, porém, fundos harmonizados.

sociólogo australiano radicado nos EUA, Alfred Jones, que realizava um trabalho para a revista *Fortune*, com o objectivo de investigar métodos para previsão do mercado de acções, percebeu que poderia obter melhores resultados com uma estratégia que neutralizava as exposições direccionais. Por outras palavras, através do aumento da volatilidade dos mercados, seria possível obter retornos positivos tanto com os mercados em alta quanto em baixa.

Obcecado por esta ideia e beneficiado pelo *Investment Company Act* de 1940, uma legislação que limitava determinadas campanhas de controlo por parte das agências reguladoras e que permitia aos gestores a utilização de técnicas consideradas pouco ortodoxas para a época, Alfred Jones decidiu reduzir o risco da sua carteira de acções através de posições contrárias às assumidas na mesma, actuando tanto com *long positions* como *short positions*. Desta forma, reduzia o seu risco, pois caso o mercado como um todo caísse, ganharia pelo menos numa parte das suas posições, neste caso as *short positions*. Caso o cenário fosse o inverso, ganharia a aposta que tinha assumido nas *long positions*. Ou seja, Alfred Jones estaria numa posição favorável, qualquer que fosse o movimento do mercado.

Concluindo, com esta estratégia, que não passa de uma forma de adquirir uma espécie de seguro, ou *hedge*, contra uma reacção adversa do mercado, Alfred Jones criou o conceito de investimento que acabou incorporado num de seus objectivos: o *Hedge Fund*.

O fundo criado por Alfred Jones tinha como objectivo comprar acções que ele considerava subavaliadas e, simultaneamente, neutralizar a exposição de mercado vendendo, a descoberto, acções consideradas acima do seu preço justo. Desta forma, os resultados do fundo seriam originados exclusivamente pela sua competência na avaliação das empresas e estariam protegidos da volatilidade resultante do comportamento do mercado de acções. Estava assim criado o primeiro *Hedge Fund*.

Jones contratou também outros gestores, delegando-lhes responsabilidades em parcelas do fundo, e deu-se assim o início dos *Hedge Funds* multi-geridos. A abordagem de multi-gestão evoluiu mais tarde para o primeiro fundo de *Hedge Funds* (Tremont 2002).

## 2.2 Evolução até aos nossos dias

A performance do fundo criado por Alfred Jones começou a inspirar imitações de alguns gestores de investimento que tinham trabalhado com ele. Desta forma e com o passar dos anos, os *Hedge Funds* foram-se tornando cada vez mais atractivos e de cordo um relatório do SEC, em 1968, existiam cerca de 140 *Hedge Funds*. Segundo Connor e Woo (2003), o boom de Mercado deu-se no final dos anos 60, liderado por um grupo de gestores apelidados de Fifty Nifty<sup>3</sup>, que desenvolveram novas estratégias de investimento a fim de conquistar o mercado, uma vez que o estilo de investimento seguido por Alfred Jones parecia ficar aquém do mercado global. Os seus fundos tornaram-se direccionais, abandonando o aspecto de cobertura Long/Short.

Esta nova geração de gestores desenvolveram outras técnicas como por exemplo, o uso do efeito de alavanca ou o uso de derivados com o objectivo de multiplicar os desempenhos do fundo e foi exactamente a adopção de estratégias mais agressivas, que levaram muitos destes veículos de investimento a fortes perdas no início da década de 70 nos EUA, originando o fim da "moda" por estes investimentos. Os *Hedge funds* estiveram um pouco esquecidos até 1986, quando o desempenho do Tiger Fund<sup>4</sup>, gerido por Julian Robertson, trouxe os *Hedge Funds* de volta à ribalta.

O Tiger Fund foi um dos vários veículos de investimento apelidados de Global Macro Funds<sup>5</sup>. Estes fundos realizaram investimentos alavancados em títulos e moedas, com base em avaliações das condições macroeconómicas globais e políticas. A mais marcante sucedeu-se em 1985, quando Robertson previu correctamente o fim de 4 anos de tendência positiva do dólar face outras moedas, nomeadamente, às moedas europeias e japonesa, o que produziu grandes ganhos no fundo por si gerido.

Desde então, e apesar da monumental derrocada do Long Term Capital Management<sup>6</sup> em 1998 e do próprio Tiger em 2000, a indústria de *Hedge Funds*

---

<sup>3</sup> Nifty Fifty é um termo informal utilizado na década de 60 e 70, em representação das 50 empresas com maior volume de negociação na bolsa de Nova Iorque. O grupo de gestores apelidado de Nifty Fifty assentava as suas estratégias nestes activos.

<sup>4</sup> O Tiger Fund foi criado em 1980 por Julian Robertson com um capital de 8 milhões de dólares, em 1996, o valor do fundo tinha aumentado para 7,2 mil milhões de dólares.

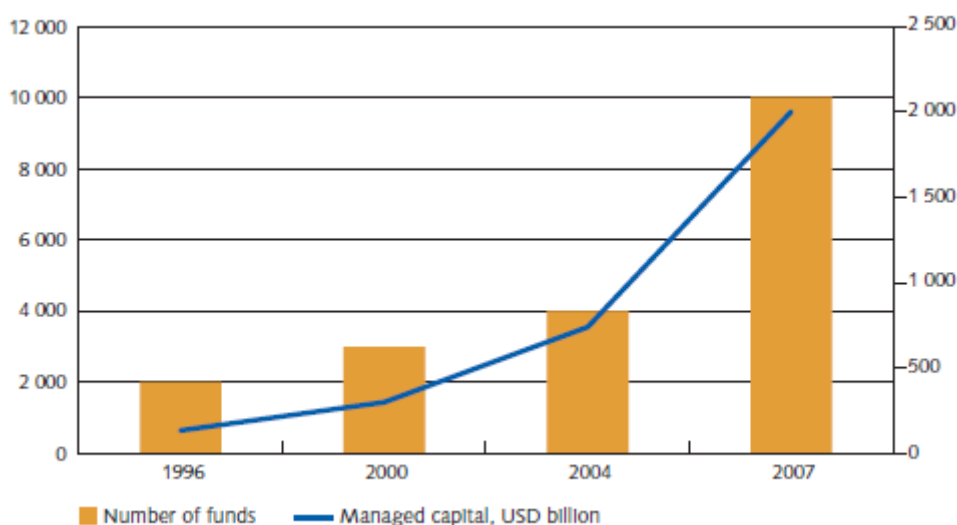
<sup>5</sup> Global Macro Funds são Hedge funds que se baseiam na estratégia de investimento Global Macro. A definição desta estratégia encontra-se efectuada no próximo ponto.

<sup>6</sup> O Long Term Capital Management é um fundo Norte-Americano, criado em 1994, por Jonh Meriwether, o ex-vice-presidente e chefe de negociação de títulos na Salomon Brothers. Este fundo utiliza essencialmente

apresentou um forte crescimento, sustentado por histórias de sucesso de vários *Hedge Funds* durante as diversas crises, como é o caso do Quantum Fund <sup>7</sup> durante a crise europeia do Exchange Rate Mechanism<sup>8</sup>.

Em 1996, existiam cerca de 2.000 *Hedge Funds* em todo o mundo, que geriam um capital total de aproximadamente 135 mil milhões de dólares. Até ao final de 2007, antes da crise, existiam 10.000 *Hedge Funds* que geriam um capital total de 2.000 mil milhões de dólares, como se pode verificar na figura 1.

Figura 1 - O Mercado de Hedge Funds de 1996 a 2007



Fonte: Strömqvist (2008) e ECB (2007)

Curiosamente, boa parte do forte crescimento desta indústria, deveu-se ao bom desempenho dos *Hedge Funds* relativos a fundos tradicionais de ações, no período de 2000 a 2002, anos estes que foram marcados pela forte queda das bolsas norte-americanas. Com estratégia de redução do risco de mercado, muitos destes fundos conseguiram posicionar-se de forma a bater o desempenho dos índices de ações, como o S&P 500.

---

estratégias de Fixed Income, Statistical Arbitrage, and Pairs Trading, combinadas com altos níveis de alavancagem.

<sup>7</sup> O Quantum Fund foi criado por George Soros e ficou historicamente conhecido por obter grandes ganhos durante a crise europeia do Exchange Rate Mechanism.

<sup>8</sup> O Exchange Rate Mechanism foi um sistema criado pela Comunidade Europeia em Março de 1979, com o objectivo de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e alcançar a estabilidade monetária na Europa, como forma de preparação da U.E. para a introdução da moeda única europeia, o euro.

---

Mas nestes últimos 50 anos, não foi somente a indústria dos *Hedge Funds* que evoluiu. O mercado também evoluiu de forma significativa, o número de acções negociadas em bolsa multiplicou-se e foram criados diferentes tipos de índices de acções em todo o mundo. O surgimento dos derivados, além de ampliar as possibilidades de gestão, contribuiu para o crescimento da liquidez e possibilitou acesso a mecanismos eficientes de alavanca financeira, o que levou ao surgimento de um conceito mais vasto de *Hedge Fund*.

Actualmente, os estes veículos de investimento encontram-se mais definidos pelas suas características estruturais, do que pela sua natureza de *Hedge*. O objectivo principal continua a ser o retorno absoluto e a maioria dos *Hedge funds* tende a utilizar estratégias de *hedge* para se protegerem contra os movimentos de mercado, no entanto, hoje em dia, os gestores destes fundos são muito mais flexíveis no que diz respeito às suas opções e políticas de investimento.

### **2.3 Estratégias de Investimento**

Não há nenhuma estratégia de mercado ou abordagem única seguida pelos *Hedge Funds* como um grupo. Pelo contrário, este tipo de fundos exibem uma grande variedade de estilos de investimento, alguns utilizam técnicas quantitativas altamente especializadas enquanto outros empregam mais factores subjectivos. Segundo McCrary (2005), os *Hedge Funds* associados a um determinado estilo de investimento podem desenvolver técnicas um pouco diferentes da linha a que estão associados, de forma a obterem melhores retornos e a alterarem o nível de risco para os investidores.

Os *Hedge funds* diferem entre si pela estratégia que adoptam, logo, os níveis de riscos, o desempenho, assim como outras características importantes, podem variar muito de fundo para fundo. As estratégias de investimento são tão vastas e complexas que se poderiam escrever livros dedicados a cada uma delas. De acordo com Stefanini (2006), uma estratégia de investimento deriva da experiência, criatividade e aptidões do seu gestor, dotando-a assim, de características que a tornam única. No entanto, poder-se-á agrupar as estratégias em 5 categorias principais.



### 2.3.1 Relative Value

Envolve várias estratégias que no geral consistem na construção de portfólios que cubram ao máximo o risco de mercado. Entre elas, destacam-se as estratégias:

- Convertible Bond Arbitrage: envolve a aquisição de um portfólio de obrigações e warrants convertíveis, realizando *hedging* e fazendo *short-selling* das acções subjacentes. O lucro desta estratégia deriva da subvalorização das obrigações convertíveis em relação ao valor teórico das acções subjacentes;
- Fixed Income Arbitrage: esta estratégia visa explorar o spread de taxa de juro existente entre os instrumentos de Renda Fixa;
- Equity Market Neutral: partilha algumas características com os fundos de investimento alternativo convencional de posições longas/curtas, no entanto, busca a mínima correlação com os mercados de capitais através de um equilíbrio entre posições longas e curtas;
- MBS Arbitrage: um mortgage-backed security consiste na securitização<sup>9</sup> de um conjunto de créditos hipotecários garantidos por activos imobiliários. Através dessa securitização, o conjunto de hipotecas realizadas por uma instituição financeira são agrupadas e vendidas aos investidores.

### 2.3.2 Event Driven

Esta categoria visa explorar situações que eventualmente surjam no processo de gestão de uma empresa, como por exemplo spin-offs, fusões, aquisições e reestruturações, sendo que as estratégias mais comuns são:

- Merger Arbitrage: consiste em investir em duas empresas, aquando do anúncio da fusão entre ambas, investindo numa posição curta relativamente aos títulos do adquirente e longa relativamente à empresa adquirida. Consistindo o risco desta operação, na não realização da fusão;

---

<sup>9</sup> Processo pelo qual, um grupo relativamente homogéneo de activos é convertido em títulos mobiliários passíveis de negociação. É, portanto, uma forma de transformar activos individuais relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, transferindo os riscos associados a esses activos para os investidores que compram estes títulos.

- Distress Securities: os fundos adquirem os activos subavaliados ou a dívida de empresas em processos de reorganização de dívida ou mesmo de falência, desempenhando muitas vezes um papel activo na negociação, reorganização e recuperação dessa empresa;
- Special Situations: são investimentos realizados em situações como fusões, aquisições hostis, reorganizações, ou aquisições alavancadas. Pode envolver a compra simultânea de acções de empresas adquiridas, bem como a venda de acções do seu adquirente, na esperança de lucrar com o spread entre o preço actual de mercado e o preço de compra final da empresa. Também pode derivados financeiros como forma de alavancar as suas posições;
- Multi-Strategy: esta estratégia engloba um conjunto de estratégias com o objectivo de realizar ganhos de curto e longo prazo. Este estilo permite ao gestor beneficiar das diferentes características das mais variadas estratégias, aproveitando as oportunidades de investimento existentes no mercado.

### 2.3.3 Directional/Trading

Este tipo de estratégias tem como principal objectivo antecipar movimentos específicos de mercado, beneficiando das subavaliações ou sobreavaliações dos activos.

- Global Macro: a abordagem de investimento desta estratégia é tipicamente top-down<sup>10</sup>, uma vez que as suas escolhas assentam em análises das variáveis macroeconómicas associadas a diferentes países. O objectivo consiste em lucrar com mudanças na economia global, geralmente provocadas por mudanças nas políticas governamentais e de impactos nas taxas de juros, que por sua vez, afectam a moeda, as acções e os mercados de títulos em geral;
- Managed Futures: Esta estratégia é similar à estratégia Global Macro, ambas são direccionais e investem predominantemente em futuros registados no mundo inteiro. A principal diferença é que nesta estratégia, é um modelo computadorizado que executa e toma as decisões de investimento automaticamente. O gestor do fundo só reajusta os parâmetros do modelo de investimento periodicamente;

---

<sup>10</sup> A abordagem top-down é essencialmente a fragmentação de um sistema em subsistemas. Numa primeira fase é efectuada uma visão geral de todo o quadro macroeconómico, posteriormente, cada subsistema é detalhado em subsistemas adicionais, até que estes sejam reduzidos aos seus elementos base.

- Short Sellers: nesta estratégia realiza-se a venda de títulos, na expectativa de recomprá-los mais tarde a um preço inferior. Esta estratégia depende muito da capacidade do gestor em prever as expectativas negativas do mercado em relação a um determinado activo. Essas expectativas podem ser criadas pela sobreavaliação do título ou por notícias que façam descer a expectativa face a esse título.

#### 2.3.4 Long/Short Equity

Como o seu próprio nome sugere, esta categoria permite aos gestores assumirem, tanto posições longas como posições curtas, no que à exposição de capital diz respeito, dependendo do movimento de mercado que querem antecipar. Por forma a antecipar tais movimentos, o gestor pode recorrer tanto a uma análise técnica<sup>11</sup> como a uma análise fundamentada<sup>12</sup>, sendo que dentro desta última poderá optar pelo método *top-down* ou *bottom-up*<sup>13</sup>.

Este tipo de estratégias é a mais comum entre a indústria de *Hedge Funds* e é simultaneamente a mais fácil de perceber, mas também a mais difícil de implementar, devido à dificuldade de antecipar correctamente os movimentos de mercado.

Este tipo de estratégias pode apresentar-se em diversos níveis, dependendo dos objectivos e capacidades dos próprios *Hedge Funds*. Sendo esta categoria composta pelas seguintes estratégias:

- Global: Nesta estratégia os gestores não têm um sector ou área geográfica predefinida, apenas procuram as melhores oportunidades de investimento a nível global. Esta estratégia exige uma grande capacidade financeira e logística, uma vez que o universo de oportunidades é muito maior e muito mais complexo;

---

<sup>11</sup> Consiste na projecção do comportamento de preços de activos a partir de cotações passadas para se chegar a uma opinião sobre a compra ou venda desses títulos. Este tipo de análises baseiam-se em gráficos construídos a partir da variação das cotações passadas, procurando-se identificar padrões gráficos que sinalizem o comportamento futuro do activo. Estudos técnicos analíticos podem ser adicionados aos padrões gráficos formados pelos preços das cotações. Também conhecida por análise gráfica.

<sup>12</sup> O princípio desta análise está baseado na avaliação quantitativa do activo. O analista fundamentalista procura estudar a situação financeira, económica e mercadológica que envolve o activo, assim como as suas expectativas e projecções para o futuro. Pode-se conceituar a análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre um determinado activo, com a finalidade de obter o preço justo do mesmo.

<sup>13</sup> É o oposto da abordagem *top-down*, ou seja, esta abordagem consiste na agregação de subsistemas de forma a originar um sistema global, a primeira fase consiste em analisar detalhadamente cada subsistema na sua forma mais básica, posteriormente, esses subsistemas são conjugados até darem lugar a um subsistema global.

- Sector Specialists: Este tipo de *Hedge Funds* especializa-se em determinados sectores, o que permite aos seus gestores conhecerem melhor o sector onde investem, permitindo-lhes antecipar da melhor forma os movimentos dessa indústria ou sector. Este tipo de estratégia permite ao gestor focar-se num determinado sector mas a um nível global;
- Contry or Geographic Area Specialists: Os gestores destes fundos restringem o seu universo de investimento a um determinado país ou área geográfica específica, o que lhes permite focar-se num determinado mercado, sem perder as oportunidades de investimento que surjam em diferentes sectores.

Ao procurar a especialização, muitos dos gestores de *Hedge Funds* procuram maximizar os seus conhecimentos e recursos num determinado sector ou área geográfica, o que lhes permite conhecer melhor as áreas onde actuam, saindo apenas prejudicados no factor diversificação.

#### 2.3.5 Outras estratégias

Nesta categoria estão englobados todos os outros tipos de estratégia que os *Hedge Funds* e os seus gestores podem seguir. Como já foi referido ao longo do trabalho, a indústria de *Hedge Funds* tem tendência a atrair os melhores especialistas em investimentos, o que aliado à liberdade e ambição dos mesmos, os leva a superarem-se na arquitectura de novas estratégias e linhas de investimento.

## 2.4 Vantagens dos *Hedge funds*

A principal vantagem dos *Hedge Funds* é o facto de estes serem extremamente flexíveis nas suas opções de investimento, pois utilizam instrumentos financeiros geralmente fora do alcance de fundos mútuos, que têm regulamentação específica, elaborada pelos seus órgãos reguladores, tais como, regras de divulgação obrigatórias, que em grande parte os impedem de utilizar *short selling*, alavancagem, a concentração de investimentos e a utilização de alguns derivados. Essa flexibilidade, que inclui o uso de estratégias de *hedge* para proteger o risco de perdas, confere aos *Hedge Funds* a capacidade de gerir melhor os riscos dos seus investimentos.

Os fortes resultados alcançados por estes fundos podem também estar directamente relacionados com os incentivos de desempenho que são atribuídos aos seus gestores. Essa é considerada para muitos a principal característica diferenciadora dos *Hedge Funds*, ou seja, o desempenho do fundo não derivada directamente dos retornos dos mercados subjacentes, mas deriva predominante da capacidade dos gestores, que ao verem-lhes atribuídos *Fees* pelo seu desempenho, têm maior motivação em captar bons investimentos e adoptarem boas estratégias.

Enquanto a grande parcela de remuneração dos gestores destes fundos lhes é atribuída apenas quando o retorno do seu investimento é positivo (na maioria dos *Hedge Funds* a remuneração dos gestores encontra-se dividida em duas partes, a parte fixa, que se designa por *Fee* de gestão, geralmente entre 1,5% e 2% do investimento realizado, e a parte variável, designada por *Fee* de performance, normalmente 20% sobre os retornos conseguidos), os gestores das outras classes de fundos recebem as suas comissões de acordo com o volume de activos que gerem, independentemente do desempenho que o fundo tenha. Esta estrutura de incentivos tende a atrair muitos dos melhores gestores, assim como outros peritos financeiros para a indústria de *Hedge Funds*.

Segundo uma observação do *The Wall Street Journal* em 2001, a indústria de *Hedge Funds* é muitas vezes considerada como uma das maiores colectoras de investimento. Neste contexto, estes investimentos acabam por atrair os gestores mais talentoso, uma vez que os elevados montantes disponíveis nestes fundos, lhes permitem executar as mais variadas e arriscadas estratégias, sem qualquer restrição por parte das entidades de regulação e com o objectivo do retorno absoluto.

## **2.5 Riscos incorridos pelos *Hedge Funds***

O nome *Hedge Fund* parece implicar a redução de risco (uma vez que o *Hedging* é uma técnica de redução de risco), mas este não parece ser o caso. Segundo Connor and Woo (2003), é melhor pensar-se num *Hedge Fund* como um fundo que cobre tudo o risco não relacionado com as suas estratégias especulativas.

O investimento realizado num *Hedge Fund* deve ser considerado, como contendo um elevado grau de risco, uma vez que os gestores deste tipo de fundos optam por assumir uma política de investimentos de carácter fortemente especulativo. Deste modo, poder-se-á

afirmar que o risco inerente a um *Hedge Fund* depende da estratégia em que este incorre, ou seja, se a estratégia adoptada pelo seu gestor assenta em posições mais ou menos especulativas.

Dada a sua natureza especulativa, os *Hedge Funds* não podem ser correlacionados com os tradicionais mercados de acções ou de obrigações, uma vez que parte da sua estratégia especulativa leva a que este tipo de fundos possa registar perdas em momentos de valorização dos mercados accionistas e ganhos nos cenários contrários.

Os fundos tradicionais vêm os seus riscos divididos em risco total e risco de gestão activa, sendo que o risco de gestão activa é o risco total do investimento menos o risco de mercado, ou seja, é a parte do risco que está directamente ligada à aptidão do gestor do fundo. Sendo os *Hedge Funds* puramente activos, o seu risco pode ser comparado ao risco de gestão activa dos fundos tradicionais, na medida em que a performance destes fundos, assim como os seus riscos, dependem fundamentalmente das aptidões dos seus gestores em conjugarem todas as componentes do seu investimento.

Os investimentos realizados nestes fundos caracterizam-se muitas das vezes por terem uma liquidez reduzida, o que dificulta a desmobilização do investimento em qualquer altura. Este facto consiste num grande risco para os investidores destes fundos, uma vez que não existe qualquer garantia quanto à preservação do capital investido, nem tão pouco, quanto à rendibilidade do seu investimento, pelo que existe um risco elevado de perda de parte do investimento, senão mesmo de todo o investimento efectuado.

Outro dos factores de risco consiste no facto destes veículos de investimento se caracterizarem pelo seguimento de estratégias de investimento muito específicas nos mercados financeiros, utilizando instrumentos e técnicas financeiras complexas e pouco acessíveis aos investidores individuais. Algumas destas técnicas, tendem a alavancar as posições assumidas por cada um dos fundos, o que amplia os ganhos, mas também as perdas, no caso de evolução adversa dos mercados relevantes.

A utilização de certas estratégias de investimento por parte destes fundos poderá influenciar não só a sua própria performance e volatilidade, mas também a performance e volatilidade dos activos em que investem. Assim, o uso de alavanca financeira, a venda a descoberto e a utilização de instrumentos derivados, como os contratos de futuros e de opções ou os contratos de swap, poderá implicar riscos consideráveis nos investimentos realizados.

Para além dos riscos já referidos, muitos *Hedge Funds* suportam risco cambial, já que alguns dos activos em que investem encontram-se expressos em moedas diferentes da moeda funcional onde o fundo se encontra sediado. Estes fundos suportam ainda outros riscos como o risco de taxa de juro e dos mercados accionistas em geral, riscos políticos, fiscais e legais, assumindo igualmente risco de crédito relativamente às posições assumidas pelos activos onde investem.

O risco de crédito assume ainda outra componente, e de extrema importância, para além da mencionada. Todos os *Hedge Funds* que utilizam a alavancagem, incorrem em risco de crédito, uma vez que têm a obrigatoriedade de cumprir as suas obrigações perante as instituições que lhes concederam crédito.

Em condições extremamente adversas, um *Hedge Fund* pode enfrentar crises de crédito e de liquidez, em simultâneo. Dado que, em determinados momentos, os *Hedge Funds* podem não ser capazes de obter crédito adicional para fazer face às suas necessidades de liquidez e pode também não ser possível executarem ordens de venda e de compra ao preço pretendido, seja devido às condições de mercado, seja devido a restrições na transmissão de valores mobiliários impostas aos activos subjacentes. Assim a falta de liquidez dos activos subjacentes por si só consiste num factor a ter em conta pelos investidores.

Como forma de medição dos riscos, os gestores de *Hedge Funds* utilizam diversas técnicas, sendo que as mais utilizadas são a *Variance-based approach* e o *Value-at-Risk*.

## 2.6 Tipos de investidores

Na indústria de *Hedge Funds* existem diferentes tipos de investidores, com diferentes motivações de investimento, assim como diferentes níveis de tolerância ao risco. Esses investidores têm carteiras que respondem diferentemente às forças do mercado. Felizmente, existem diversos tipos diferentes de *Hedge funds*, que permitem que os investidores encontrem o fundo que melhor se adapte às suas necessidades de investimento, o que beneficia tanto os investidores como os gestores de destes fundos.

Pode-se dividir os investidores de *Hedge Funds* em duas classes distintas, os investidores particulares e os investidores institucionais. Segundo Robert A. Jaeger (2003), os investidores particulares são pessoas “reais”, geralmente indivíduos ricos que compõem

o chamado mercado de alto património e os investidores institucionais são as grandes instituições, que possuem grande disponibilidade de capitais.

Existem grandes diferenças entre estas duas classes de investidores, nomeadamente em termos de tolerância ao risco, restrições e objectivos de investimento, e capacidade financeira. Mas a grande diferença entre todos os tipos de investidores é a carga fiscal a que esses investidores estão sujeitos. Muitos dos investidores utilizam os seus investimentos nesta indústria como forma de fugir à tributação de que seriam alvo caso investissem noutra forma de investimento.

### 2.6.1 Investidores Particulares

Para os gestores de *Hedge Funds*, esta classe de investidores foi sempre considerada como muito importante, na medida em que lhes permitiu desenvolverem um conjunto de técnicas muito importantes nos mercados actuais, entre elas técnicas de marketing, investimento e de reporte fiscal adequados para os diversos tipos de investidores particulares, por outro lado, são estes investidores que inspiram maiores preocupações nas entidades reguladoras, sendo a origem de políticas de regulação e supervisão mais apertadas.

De entre a classe de investidores particulares existem 3 grupos principais:

#### a) *High-Net-Worth Individuals*

Os *High-Net-Worth individuals* são indivíduos com um património de alto valor líquido, e como tal suportam cargas fiscais muito pesadas. À primeira vista seria de esperar que este tipo de investidores fugisse dos investimentos em *Hedge Funds*, uma vez que estes investimentos produzem geralmente retornos de curto prazo, com cargas fiscais muito elevadas e existindo por outro lado, outros tipos de investimentos, cuja tributação é mais reduzida, ao até mesmo inexistente.

No entanto, e após uma análise mais atenta, a razão pelo qual este tipo de investidores prefere os *Hedge Funds* é muito fácil de entender, uma vez que, o efeito negativo das taxas de imposto, a que tanto os investidores como estes veículos de investimento estão sujeitos, é anulado pelos altos retornos produzidos pelos *Hedge Funds*,



por outras palavras, estes fundos possuem taxas de impostos mais elevadas que outros investimentos, mas produzem rendibilidades muito mais elevadas, com uma volatilidade menor, logo, a alta rendibilidade anula a poupança fiscal gerada por investir noutro tipo de investimento. A rápida recuperação do investimento efectuado, aliado a rendibilidades muito elevadas, permite ainda que os investidores consigam obter uma maior diversificação e conseqüente redução dos riscos assumidos.

*b) Semiaffluent Investors*

Este grupo é apelidado por muitos autores de *semiaffluent*, ou seja, numa linguagem menos informal, quase ricos. Tipicamente este grupo não possui um património tão elevado quanto os investidores descritos anteriormente, e os seus investimentos são efectuados em fundos já registados, uma vez que não possuem liquidez para serem convidados a investir nas colocações privadas.

Segundo Stuart A. McCrary (2005), independentemente da forma como este grupo é definido, inclui investidores que historicamente não tiveram acesso à indústria dos *Hedge Funds*. Devido à mudança de atitudes, às mudanças no perfil de risco dos *Hedge Funds*, e a novos desenvolvimentos legais, este grupo representa um mercado muito grande, quase inexplorado.

*c) Individual Retirement Plans*

Como o próprio nome indica, este tipo de investidores são planos de poupança reforma individuais que investem em *Hedge Funds*. Estes planos são geralmente produtos de entidades financeiras que servem de intermediários nas operações, sendo geralmente estas instituições que gerem os investimentos, mediante a aprovação ou não dos subscritores destes planos.

A grande vantagem destes investimentos, passa pela possibilidade de investir em determinados instrumentos financeiros, que sozinhos estes investidores nunca poderiam, ou seja, a entidade financeira comercializa este produto junto de um grande número de investidores, o que permite reunir uma grande quantidade de recursos de investimento. Este tipo de investimento funciona como uma sociedade em que os investidores

conseguem investir em investimentos mais vantajosos repartindo o risco, não havendo no entanto nenhuma relação entre os diversos investidores.

### 2.6.2 Investidores Institucionais

Um investidor institucional é uma instituição financeira ou estatal que dispõe de avultados recursos e que os investe no mercado de capitais. São considerados investidores institucionais o Estado e outras instituições públicas, os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento, os fundos de pensões e outras entidades que invistam no mercado de capitais comprando e vendendo grandes quantidades de valores mobiliários. No entanto nem todas estas instituições podem ou estão dispostas a investir em *Hedge Funds*, devido às suas características sociais, no caso das instituições públicas e dos Estados, ou aos seus objectivos de investimento.

De acordo com Jaeger (2003), os principais investidores institucionais de *Hedge Funds* são as grandes instituições isentas de impostos, como fundos de pensões, *Endowments* e fundações. No entanto existem ainda as empresas, as companhias de seguros e os outros fundos de investimento. De seguida apresentar-se-á as características dos principais tipos de investidores institucionais.

#### a) Fundos de Pensões

Os fundos de pensões incluem uma ampla variedade de estruturas criadas pelos governos para incentivar os contribuintes a poupar, nomeadamente, grandes vantagens em termos de carga fiscal, o que lhes permite retirarem grandes retornos dos investimentos em *Hedge Funds*.

#### b) *Endowments*

*Endowments* consistem em fundos de investimento criados para gerir doações efectuadas para apoiar alguns projectos ou satisfazer algum objectivo, sendo na sua maioria de cariz social. O seu património social é muitas vezes utilizado por organizações

sem fins lucrativos, universidades, hospitais e igrejas. Estes fundos são financiados por doações, que são dedutíveis para os doadores.

Os *Endowments* utilizam ainda os *Hedge funds* como forma de diversificar a sua carteira de investimentos, beneficiando dos diversos tipos de *Hedge Funds* que existem e tornando-se assim num dos maiores tipos de investidores destes fundos.

c) Fundações

Segundo McCrary (2005) as fundações, são normalmente geridas, de forma a evitar os impostos sobre os lucros, relativos aos investimentos financeiros, uma vez que não são penalizadas por elevadas taxas de impostos sobre os rendimentos normais e ganhos de capital de curto prazo, as fundações foram dos primeiros investidores na indústria de *Hedge Funds*.

As fundações tendem a evitar investimentos em *Hedge Funds* muito alavancados, como forma de evitar o imposto sobre investimentos não relacionados com o negócio, em contraste, tendem a investir em *Hedge Funds* que não libertem fundos no curto prazo, uma vez que as suas perspectivas de investimento se localizam no longo prazo, beneficiando assim de melhores taxas de retorno esperado.

d) Empresas

As empresas investem em *Hedge Funds* pelas mais variadas razões. Por exemplo, algumas empresas investem em *Hedge Funds* com baixa volatilidade, que assentam em estratégias direccionais, como forma de melhorar o retorno sobre os saldos de caixa, que não são necessários para a gestão de caixa empresa. Outras empresas investem em *Hedge Funds* para aumentar o retorno sobre os activos da empresa ou para reduzir a sensibilidade da empresa de resultados operacionais voláteis.

Muitas das vezes, as empresas investem em *Hedge funds* em nome dos seus accionistas, isto é, as empresas poderiam libertar dividendos que seriam posteriormente investidos pelos seus accionistas em *Hedge Funds*, no entanto, os montantes que os accionistas iriam receber já estaria sujeito à tributação dos dividendos, sobrando assim menos para investir. Outro dos problemas seria os accionistas, a título individual não

reunirem condições financeiras para subscreverem estes fundos. Desta forma, e assumindo a empresa esse investimento, todos os accionistas conseguem investir, realizando investimentos de maior montante.

e) Seguradoras

As companhias de seguros são das instituições financeiras que possuem os mais complexos instrumentos de investimento. Devido à sua forma de funcionamento, as companhias de seguros conseguem angariar avultados recursos de financiamento, não tendo no entanto, necessidades urgentes de retorno do capital. O que lhes permite investirem em *Hedge Funds* com capital fechado, que oferecem melhores rendibilidades.

### 3. *Hedge Funds* e a crise internacional de 2008

#### 3.1 Contributo dos *Hedge Funds* para a crise internacional de 2008

Os *Hedges Funds* têm sido frequentemente considerados como uma fonte de risco sistémico, dada a sua falta de regulamentação e requisitos de informação, alta exposição aos mercados financeiros internacionais, alto nível de alavanca financeira, alta taxa de volume de negócios em carteira e da sua dependência de estratégias de investimento complexas e arriscadas.

Desde o surgimento destes fundos, têm-se assistido a discussões acerca do papel que estes desempenharam nas diversas crises ao longo da História. Mesmo que as características dessas crises não sejam semelhantes, a crítica relacionada com a cobertura levada a cabo pelos *Hedge Funds* tende a existir sempre.

A base da crítica consiste no facto de que o alto nível de alavanca financeira de um ou um conjunto de *Hedge Funds* poderia ter um forte impacto sobre os preços nos mercados financeiros, lançando ataques especulativos sobre determinadas empresas, sectores ou moedas, o que levaria a um aumento da instabilidade. Este efeito poderá ser reforçado se a especulação dos *Hedge Funds* tiver como consequência um padrão de comportamentos, em massa, dos investidores. Os *Hedge funds* foram também acusados de serem responsáveis pelo desenvolvimento de bolhas financeiras<sup>14</sup>, através da manipulação de preços dos activos.

Os acontecimentos recentes decorrentes da crise financeira implicaram uma pressão considerável sobre o sector. Os riscos associados à sua actividade manifestaram-se em todo o sistema financeiro à medida que a crise ia evoluindo e poderão, nalguns casos, ter contribuído para a turbulência nos mercados. Os *Hedge funds* contribuíram para uma inflação do valor dos activos e para o rápido crescimento dos mercados de créditos estruturados. A abrupta liquidação de posições significativas que recorriam ao efeito de alavanca, em resposta à deterioração das condições de crédito, bem como o aumento dos pedidos de reembolso por parte dos investidores tiveram um impacto pro-cíclico sobre os mercados, que já se encontravam em declínio, e poderão ter posto em causa a sua liquidez. Como consequência os fundos de fundos de *Hedge funds* enfrentaram sérios problemas de

---

<sup>14</sup> Refere-se a uma falsa replicação de capitais sobre um único capital através do sistema financeiro.

liquidez, não conseguindo liquidar os seus activos de forma suficientemente rápida para dar resposta aos investidores que pretendiam levantar o seu dinheiro, o que conduziu alguns desses fundos a suspender ou a limitar de alguma forma os reembolsos.

### 3.2 Performance dos *Hedge Funds* durante a crise

Observando a figura 2, que mostra o retorno acumulado do mercado de *Hedge Funds* e do mercado de acções durante a crise financeira, entre Outubro de 2007 e Junho de 2008, poder-se-á constatar que os retornos absolutos dos *Hedge funds* não foram tão afectados pela recente crise como o mercado accionista.

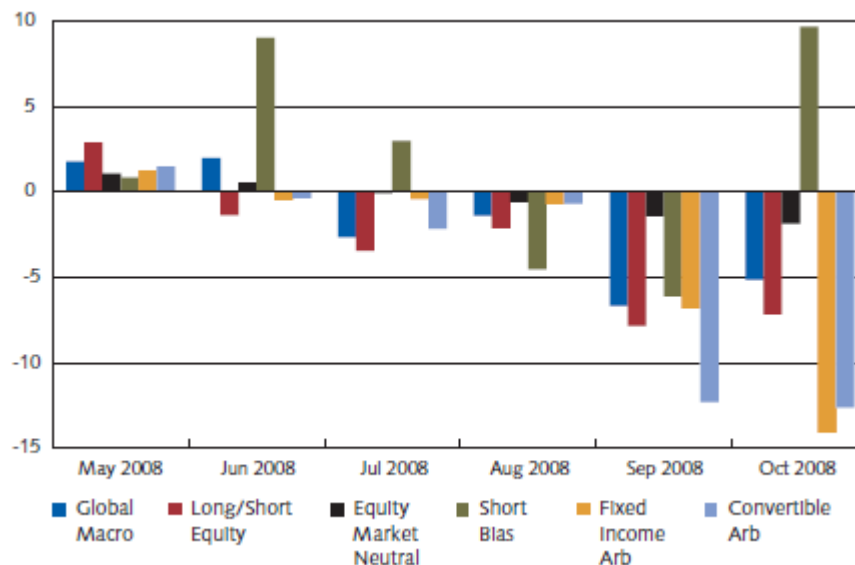
Figura 2 – Retorno acumulado durante a crise financeira de 2008



Fonte: Credit Suisse Tremont e MSCI Barra

Posteriormente, tanto o índice de *Hedge Funds* como o índice de acções desceram, embora a queda tenha sido maior para o índice de acções. Sendo que essa queda não se encontra relacionada com uma estratégia de investimento em particular, situação diferente da registada durante a crise asiática de 1998, quando foram principalmente fundos com estratégia focadas no desenvolvimento dos mercados que sofreram grandes perdas. De acordo com um estudo efectuado pelo banco Barclay's, 89% dos Hedges Funds obtiveram um retorno negativo em Setembro de 2008.

Figura 3 - Retorno de diferentes estratégias de *Hedge Funds*



Fonte: Credit Suisse Tremont

Através da figura 3, que ilustra o retorno de *Hedge Funds* com diferentes tipos de estratégias de investimento durante o período de Maio a Outubro de 2008, podemos verificar todos os tipos de estratégias seguiram a mesma tendência, sendo que as estratégias que obtiveram a melhor performance foram a estratégia de neutralidade de mercado e a estratégia de *short bias*. Por outro lado, as estratégias que registaram a pior performance durante o período analisado foram as estratégias de arbitragem com obrigações convertíveis e arbitragem de rentabilidade fixa.

Num contexto geral, poder-se-á afirmar que os *Hedge Funds* lidam bem com as crises financeiras, no entanto, foram seriamente prejudicados pela turbulência e instabilidade dos mercados nesta crise. Os factores que podem justificar este acontecimento passam pela adopção de medidas conservadoras por parte das entidades regulatórias, tais como a proibição do short selling, que prejudicaram directamente os *Hedge funds*, passando também pelo amplo declínio no valor dos activos na maioria dos mercados, pelo declínio significativo na disposição de assumir riscos por parte dos bancos e investidores, e pela extrema volatilidade nos preços das acções e *commodities*.

### 3.3 Performance dos *Hedge Funds* em 2009

Depois do grande desafio que consistiu a crise financeira, com uma queda sem precedentes dos preços dos activos, acompanhados pela proibição do *short selling* e grande

falta de liquidez, resultante dos resgates massivos, que conduziram a um declínio de 19,1% na indústria de *Hedge Funds*, parece que a mesma tem vindo, desde o início de 2009, a recuperar a bom ritmo. Através da análise da tabela 1, podemos verificar que os *Hedge Funds* conseguiram-se reposicionar-se no primeiro semestre de 2009, registando retornos acumulados de 7,2%.

Tabela 1 - Retorno dos *Hedge funds* vs mercado de acções e obrigações no 1º semestre de 2009

	Credit Suisse / Tremont Hedge Fund Index	MSCI World	S&P500	Barclays Global Aggregate Bond
2008	-19.1%	-42.1%	-37.0%	5.2%
Q1 - '09	0.9%	-12.5%	-11.0%	-3.3%
Q2 - '09	6.3%	19.7%	15.9%	4.9%
1H 2009 Cumulative Return	7.2%	4.8%	3.2%	1.5%
1H 2009 Monthly Standard Deviation	1.7%	9.2%	8.7%	2.6%

Fonte: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund index, Julho 2009

Com os mercados a evoluírem bem, o apetite por estratégias de risco regressou, e com ele os *Hedge Funds* recuperam a sua essência. A recuperação do mercado tem criado oportunidades de investimento e os gestores destes fundos têm sido rápidos a aproveitar essas mesmas oportunidades. O mercado tem-se revelado fácil para quase todos os tipos de *Hedge Funds*, que têm aproveitado para impor as suas estratégias, resultado disso é forte aumento que todas as classes de *Hedge Funds* têm registado desde o início de 2009 como se pode verificar através da tabela 2. Tendo registado o seu melhor desempenho mensal dos últimos nove anos, com um retorno de 4,1% em Maio de 2009.



Tabela 2 - Performance de *Hedge Funds* por sector no 1º semestre de 2009

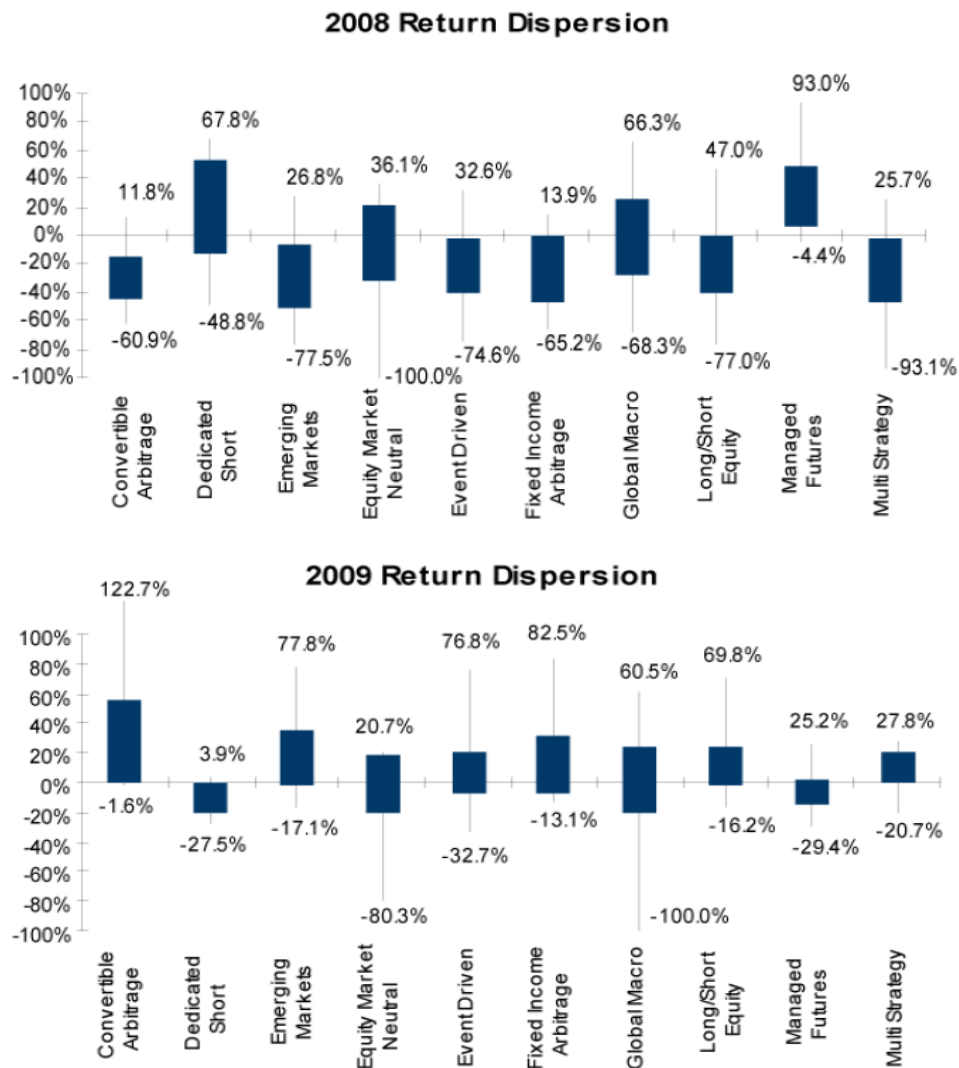
1H '09	Cumulative Return	Monthly Standard Deviation	Maximum Drawdown	No. of Positive Funds	No. of Negative Funds	Best Performing Fund	Worst Performing Fund
<b>Broad Index</b>	<b>7.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>355</b>	<b>116</b>	<b>122.7%</b>	<b>-100.0%</b>
Convertible Arbitrage	23.9%	2.2%	0.0%	21	1	122.7%	-1.6%
Dedicated Short	-10.8%	5.1%	-16.7%	1	8	3.9%	-27.5%
Emerging Markets	13.2%	3.4%	-2.2%	63	9	77.8%	-17.1%
Equity Market Neutral	1.1%	3.1%	-5.6%	12	8	20.7%	-80.3%
Event Driven	6.6%	1.8%	-1.1%	57	15	76.8%	-32.7%
Fixed Income Arbitrage	11.8%	1.3%	0.0%	23	4	82.5%	-13.1%
Global Macro	3.4%	1.1%	-0.8%	20	15	60.5%	-100.0%
Equity Long Short	8.2%	2.4%	-1.5%	130	23	69.8%	-16.2%
Managed Futures	-7.4%	1.6%	-7.4%	4	28	25.2%	-29.4%
Multi-Strategy	12.3%	1.7%	-0.1%	24	5	27.8%	-20.7%

Fonte: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund index, Julho 2009

Como se pode também constatar através da tabela 2, oito dos dez maiores sectores da indústria de *Hedge Funds* registaram resultados positivos no primeiro semestre de 2009, valores que são considerados muito positivos quando comparados com os registados em 2008, onde apenas 20% dos sectores desta indústria registaram valores positivos.

Desde o final de 2008, os retornos médios da maioria das estratégias melhoraram, como se pode verificar pela Figura 4, que compara a dispersão entre os retornos dos fundos individuais dentro de cada sector no primeiro semestre de 2008 e 2009. A conclusão que se pode retirar desta comparação é que a maior parte dos retornos destes tipos de fundos em 2009, com a excepção do *Dedicated Short Bias*, apresentam na sua maioria, dispersões situadas em terrenos positivos. Porém, no ano de 2008 verificou-se uma história diferente, onde os sectores como o *Event Driven* e a *Fixed Income Arbitrage* apresentaram dispersões situadas em terrenos totalmente negativos.

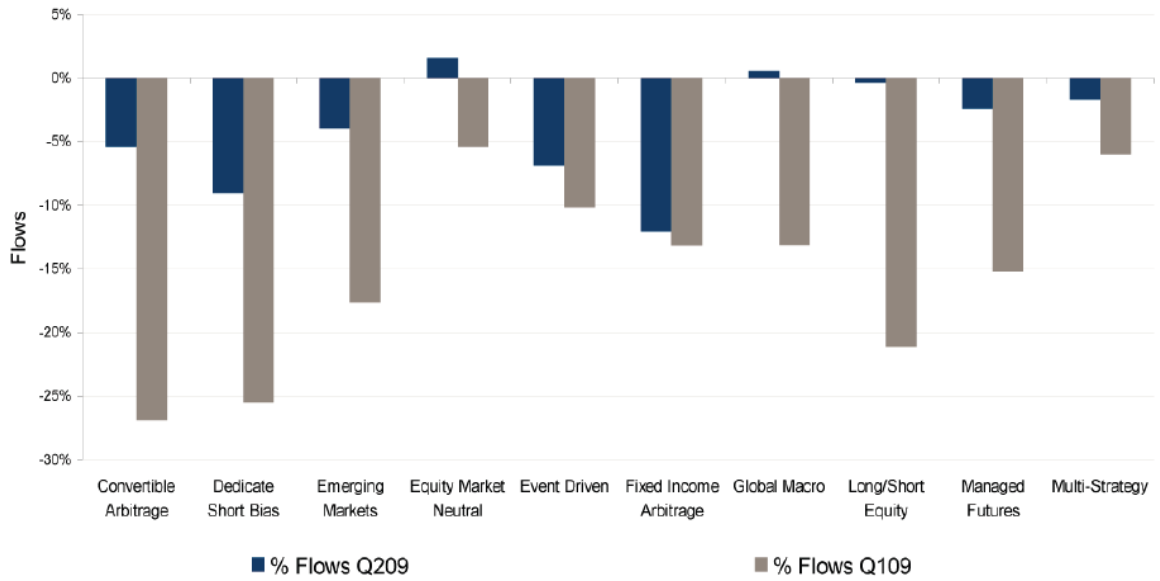
Figura 4 - Dispersão do retorno médio das maiores estratégias em 2008 e 2009



Fonte: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund index, Julho 2009

Através da figura 5, podemos apurar que, apesar da maioria das estratégias ter apresentado, no início do ano de 2009, uma recuperação quanto aos seus retornos, os activos totais sob gestão dos mesmos fundos obtiveram uma queda significativa. No primeiro trimestre, a taxa média de saída de activos sob gestão em todos os sectores da indústria de *Hedge Funds* rondava os 15%, porém, esse número diminuiu no segundo trimestre, tendo sido registada uma taxa média de 4%. Para além disso, conforme ilustrado na figura em análise, enquanto a nível global a indústria ainda registava uma saída de activos sob gestão, algumas estratégias começavam a registar entradas, como é o caso das estratégias *Equity Market Neutral* e *Macro Global*.

Figura 5 - Taxa média de saída de activos sob gestão dos *Hedge funds*, por sector, no 1º e 2º semestre de 2009



Fonte: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund index, Julho 2009

#### 4. Actual regulação de *Hedge Funds* na Europa

Actualmente, não existe um quadro regulamentar único, na União Europeia, para as actividades exercidas pelos *Hedge funds*. No contexto actual, cada país possui um conjunto de regras que derivam da sua legislação financeira. Embora a legislação financeira de cada Estado-membro da U.E. resulte das disposições gerais contidas na legislação comunitária, existem especificidades nos mercados internos que levam a que as regras de regulação em vigor em cada país sejam diferentes.

O próprio termo *Hedge Fund*, mesmo quando usado exclusivamente num contexto europeu, nem sempre identifica um produto financeiro homogéneo. Isto porque, nalguns sistemas jurídicos, a expressão que identifica os *Hedge funds* como veículos de investimentos cujos gestores têm a liberdade de actuar sem limites é contrabalançada com a proibição destes fundos serem oferecidos ao público em geral. Este é o caso, dos “fundos especulativos” na lei Italiana, dos “Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken” na lei Germanica e dos “fonds commun d’intervention sur les marchés à terme” na lei Francesa.

Contudo, noutros sistemas, o termo *Hedge Fund* refere-se a um conjunto de instrumentos de investimento que podem ser oferecidos ao público, mas à custa de uma redução drástica da liberdade de acção para os gestores destes fundos. Este é o caso, por exemplo, dos “Collective Investment Schemes pursuing alternative investment strategies” na lei Luxemburguesa ou dos “Retail funds of hedge funds” na lei Irlandesa.

Daqui conclui-se que, actualmente na União Europeia, cada Estado-Membro possuiu a sua própria regulação sobre os *Hedge Funds* e embora subsistam características comuns nas diferentes regulações, acabam sempre por existir algumas diferenças que podem ser aproveitadas pelos gestores destes fundos. Na verdade, os *Hedge Funds* encontram-se universalmente definidos como organismos de investimento colectivo e, portanto, encontram-se claramente separados dos outros tipos de investimentos financeiros. Estes fundos são também caracterizados pelas mesmas opções estruturais oferecidas a nível europeu pela directiva UCITS<sup>15</sup>.

Todos os Estados-Membros nas suas regulações financeiras permitem o uso, por parte dos gestores de *Hedge Funds*, de técnicas sofisticadas e mais arriscadas de gestão dos

---

<sup>15</sup> O UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) é um conjunto de directivas europeias que visa permitir aos esquemas de investimento colectivo operar livremente na União Europeia com base na autorização de um único Estado Membro.

seus investimentos, tais como o *short-selling*, a alavancagem, o uso de contratos de derivados (nas suas diferentes formas: Swaps, Forwards, Opções, Futuros, etc.). No entanto, essa liberdade concedida em termos da gestão destes fundos é mais reduzida nos países onde não existem limites quanto aos tipos de investidores que estão autorizados a investir nestes fundos. O que é natural, se pensarmos que o investidor comum não possuiu de conhecimentos, nem tecnologia suficiente para controlar os riscos a que se encontra exposto quando investe neste tipo de fundos. E que, os efeitos desses riscos teriam um impacto muito maior nestes países do que nos países onde existe limites quanto ao tipo de investidor.

Outra diferença relativamente às diferentes regulações financeiras consiste no facto de nem todos os Estados-Membros imporem montantes mínimos de subscrição para a aquisição de unidades de participação dos *Hedge Funds* ou requisitos qualitativos sobre os investidores do fundo. Assim, enquanto na Alemanha e Luxemburgo a lei não especifica qualquer limitação quantitativa ou qualitativa para os investimentos num *Hedge Fund*, a lei italiana impõe um valor mínimo de subscrição de € 500.000 (mas nenhuma restrição qualitativa), a lei francesa impõe um valor mínimo de subscrição que depende do tipo de cobertura efectuado pelo fundo e a existência ou não de limites quanto ao tipo de investidor. Somente a lei italiana estabelece um número máximo de investidores no fundo, no caso 200 investidores.

Relativamente à distribuição de informações, a maioria dos Estados-Membros exige a divulgação dos documentos especificados na directiva 85/611 da UCITS, enquanto que, ao mesmo tempo, exigem níveis de transparência sobre os riscos incorridos pelos *Hedge Funds*, bem como as estratégias por estes adoptadas.

Na maioria dos Estados-Membros existe a exigência de que seja uma empresa autorizada a gerir os investimentos de um *Hedge Fund*. Nenhum país prevê, para além dos requisitos exigidos para a gestão dos fundos tradicionais, requisitos adicionais de capital para a entidade que gere os *Hedge Funds*. No entanto, a maioria dos Estados-Membros impõe exigências específicas em termos da especialização dos gestores da instituição que criou o fundo, isto como forma de garantir o profissionalismo e competência na gestão do fundo. Apenas a lei italiana exige a exclusividade do objecto social das sociedades gestoras que criaram ou gerem os fundos especulativos.

Com base na Directiva UCITS, todos os Estados-Membros exigem a existência de uma custódia de activos do fundo, os activos devem ser depositados numa entidade independente, a fim de assegurar que a gestão e guarda dos activos seja efectuada por entidades diferentes. Este modelo caracteriza, portanto, todos os *Hedge Funds* europeus, quando comparados com os *Hedge Funds* norte-americanos e fundos *off-shore*, onde a separação dos activos não é garantida.

Relativamente aos serviços de intermediação, todos os Estados-Membros permitem que os gestores dos *Hedge Funds* possam utilizar todos os serviços oferecidos pela corretora principal. Só em Itália, Irlanda e Luxemburgo há regulamentação específica sobre os requisitos que o corretor deve possuir, a fim de assumir o papel de mediador principal e sobre a natureza das garantias que poderão ser prestados pelo fundo contra quaisquer prorrogações de créditos pelo corretor principal.

Uma outra questão abordada principalmente em França, refere-se aos regulamentos que regem as responsabilidades do detentor da custódia, que possuiu uma posição privilegiada na prestação do serviço de custódia de valores mobiliários que constituem o património do fundo.

Por último, cada Estado-Membro permite, em princípio, que *Hedge Funds* provenientes de outros Estados-Membros possam “entrar” no país, isto desde que estejam reunidas certas condições exigidas pelo próprio país. Nalguns casos (como Itália), a comercialização do produto estrangeiro está sujeita ao cumprimento das mesmas exigências de fundos nacionais. Noutros países, como a Alemanha, o investimento no fundo só é permitido sob a forma de uma colocação privada, embora não haja coerência regulamentar sobre o que constitui uma colocação “privada”. Nesta definição, é dada por vezes referência à “natureza institucional” do investidor, algumas vezes, com base na existência de um número limitado de subscritores do fundo, outras vezes, pelo facto do potencial subscritor, fazer um pedido específico para aquisição de unidades do fundo.

## 5. A proposta da Comissão Europeia

### 5.1 Contexto

Os *Hedge Funds* têm sido uma peça fundamental no debate sobre o impacto de certas práticas comerciais na integridade dos mercados financeiros. Os recentes acontecimentos e os riscos por eles assumidos trouxeram a necessidade de uma revisão abrangente da regulação e supervisão da indústria dos *Hedge Funds*.

Foi de forma a tentar prevenir e limitar os riscos que alguns sectores do sistema financeiro incorrem, que a União Europeia, a par com a reforma do sector financeiro norte-americano, criou uma proposta que visa aumentar a regulação e supervisão a todos os intervenientes e actividades financeiras que assumem riscos elevados.

A necessidade da elaboração da proposta da U.E. foi criada pela falta de regulação a que *Hedge Funds* estão sujeitos, uma vez que estes fundos não se encontram regulamentados pela directiva da OICVM<sup>16</sup>, e também pela expressão que este tipo de fundos tem no mercado.

O facto de não haver uma regulação única no espaço europeu revela-se um factor determinante na inadequação da supervisão e controlo de riscos, nomeadamente os riscos macro-prudenciais, uma vez que os *Hedge Funds* actuam em todo o mercado e podem, através das suas estratégias e políticas de investimento, beneficiar da falta de articulação entre os estados-membros.

Os investidores, credores e contrapartes das operações efectuadas pelos *Hedge Funds* encontram-se espalhados pelos diversos estados-membros europeus, e acabam por depender, única e exclusivamente, dos sistemas de controlo de risco implementados pelos seus gestores, uma vez que a regulação em vigor em cada Estado-membro, só por si, não consegue dar uma resposta eficaz e abrangente aos diferentes riscos incorridos pelos gestores deste tipo de fundos. A actual fragmentação do ambiente regulamentar resulta também em obstáculos legais e regulamentares à eficácia da comercialização transfronteiras dos destes fundos.

Os acontecimentos recentes indicaram que alguns dos riscos associados aos *Hedge Funds* foram subestimados e não poderão ser resolvidos de forma eficaz no quadro das

---

<sup>16</sup> Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários.

actuais regras. Esse facto decorre parcialmente da perspectiva predominantemente nacional das regras actualmente em vigor: o quadro regulamentar não reflecte adequadamente a natureza transfronteiriça dos riscos.

Foi com base nas lacunas encontradas recentemente no enquadramento regulamentar actual, que a U.E. se propôs a criar uma proposta legislativa abrangente e comum a todos os Estados-Membros para definir normas de regulação e supervisão aplicáveis aos *Hedge Funds*.

Esta proposta foi apresentada pela Comissão Europeia a 30 de Abril de 2009 e logo se iniciou uma grande especulação à sua volta, com as mais diversas entidades a emitirem pareceres acerca da directiva.

A 13 de Novembro de 2009 o Banco Central Europeu (BCE) emitiu um parecer favorável à proposta apresentada. Segundo este documento, o BCE mostra-se a favor da ideia de formação de um quadro harmonizado de regulamentação e de supervisão das actividades dos gestores de fundos de investimento alternativos na União Europeia, entre eles os *Hedge Funds*, e insta a Comissão Europeia a prosseguir o diálogo com os seus parceiros internacionais, e em especial com os Estados Unidos da América, a fim de se garantir um regime regulamentar e de supervisão coerente ao nível global.

Actualmente, a proposta apresentada encontra-se a aguardar pela aprovação dos ministros da Finanças europeus, sendo de esperar que a maioria dos ministros vote a favor das novas regras. A única excepção deverá ser o ministro do Reino Unido, uma vez que o governo britânico se encontra preocupado com a possibilidade da nova regulação diminuir a atractividade da capital inglesa. Uma das maiores preocupações britânicas é de que, os grandes *Hedge Funds*, que detêm contas fora da União Europeia, sejam tratados de forma diferente dos *Hedge Funds* que possuem contas no espaço económico europeu.

No entanto, a entrada em vigor da medida apresentada poderá demorar alguns meses, uma vez que ainda precisa de ser aprovada pelo Parlamento Europeu. Desta forma, espera-se que a medida entre em vigor no final de 2010 ou no início de 2011.

## **5.2 Conteúdo da proposta**

A proposta concebida pela U.E. encontra-se centrada nas actividades e estratégias específicas ou intrínsecas ao sector dos *Hedge Funds*, como o *short-selling* e a



alavancagem. Este tipo de estratégias impõe, pela sua particularidade, requisitos específicos e medidas abrangentes aplicáveis a todos os intervenientes no mercado que as utilizem, para que possam ser dissipadas de forma completa e coerente, as preocupações a elas associadas.

No entanto, esta proposta visa apenas definir requisitos em relação à forma como os *Hedge Funds* deverão geridos, e não regulamentar a estrutura ou a composição das suas carteiras. Uma harmonização em tal grau seria muito difícil de alcançar, tendo em conta a diversidade dos vários tipos de *Hedge Funds*.

De forma a garantir que todos os *Hedge funds* que operam na União Europeia estejam sob a alçada de um seguimento e supervisão eficazes, a directiva proposta pela E.U. introduz um regime de autorização e de supervisão juridicamente vinculativo para todos os gestores de *Hedge Funds* na União Europeia que tem como objectivo garantir uma abordagem coerente dos riscos assumidos e do seu impacto nos investidores e mercados da Comunidade. O regime acima descrito será aplicável em todo o espaço europeu.

De seguida, ir-se-á proceder à análise dos pontos mais relevantes da proposta elaborada pela U.E.

### 5.2.1 Autorização

Obter a autorização necessária para actuar na União Europeia será o primeiro passo para os gestores de *Hedge Funds*. Todos os gestores terão de comprovar que dispõem de competências adequadas para prestar os serviços de gestão a que se candidatam. Para tal, os gestores terão de colocar ao dispor das entidades reguladoras, um conjunto de informações que até aqui, com a actual regulação não eram obrigados. Outro requisito para a aquisição da autorização é que a administração central da Sociedade Gestora do fundo se encontre localizada no Estado-Membro onde possua a sua sede social.

### 5.2.2 Mecanismos de gestão de riscos

Para garantir que os riscos associados à actividade dos *Hedge Funds* sejam continuamente geridos de forma adequada, os seus gestores terão de demonstrar às autoridades competentes a robustez dos seus mecanismos internos de gestão dos riscos e,

em especial, dos riscos de liquidez e outros riscos operacionais e de contraparte associados à venda a descoberto, da gestão e divulgação dos conflitos de interesse, da avaliação dos activos pelo seu justo valor, e da segurança dos mecanismos de depósito/custódia.

a) Sistemas de gestão de riscos

O sistema de gestão de riscos consiste num dos pontos importantes da nova proposta pois foram precisamente estes sistemas e a sua presumível má utilização ou inadequação para com a realidade dos riscos assumidos pelos *Hedge Funds* que levaram à falha na medição dos mesmos, e que originou perdas avultadas neste sector.

Como tal, a nova proposta exige uma separação entre a gestão de riscos e a gestão de carteiras e que a avaliação de cada uma delas seja efectuada em separado. As sociedades gestoras terão de garantir a aplicabilidade de sistemas de gestão de riscos que permitam medir e acompanhar de forma apropriada todos os riscos associados à estratégia de investimento de cada *Hedge Fund* e a que cada fundo se encontre ou possa encontrar exposto.

b) Gestão de liquidez

No que diz respeito à gestão da liquidez, os gestores de *Hedge Funds* terão a necessidade de implementar um sistema adequado à estratégia que utilizam. A entidade gestora do fundo deverá proceder regularmente a um conjunto de testes de liquidez, entre eles o *stress testing*, tanto em condições normais de mercado como em condições excepcionais, de forma a acompanhar os riscos de liquidez suportados pelo fundo em cada contexto, bem como a sua capacidade para cumprir as suas obrigações.

c) Conflito de interesses

Relativamente aos conflitos de interesses que possam ocorrer, a proposta exige que as sociedades gestoras tomem todas as medidas razoáveis para identificá-los, sendo estes gerados entre si próprios, incluindo os seus dirigentes, empregados e quaisquer pessoas com eles directa ou indirectamente ligadas por uma relação de controlo, e os investidores

dos *Hedge funds* por si geridos, ou entre os próprios investidores, que possam surgir no quadro da gestão de um ou mais *Hedge funds*.

### 5.2.3 Divulgação de informações às autoridades de supervisão

De forma a existir uma supervisão macro-prudencial efectiva e eficaz das actividades desenvolvidas pelos *Hedge Funds*, a entidades gestoras destes fundos terão o dever de comunicar regularmente à autoridade de supervisão competente quais os principais mercados em que negociam, bem como, quais os instrumentos que utilizam nas suas estratégias, as suas posições em risco mais importantes e dados sobre o desempenho e informação sobre a concentração de riscos dos respectivos fundos. Os gestores destes fundos terão ainda de notificar às autoridades competentes do Estado-Membro de origem a identificação do fundo gerido, os mercados e activos em que esse fundo irá investir e os mecanismos de organização e de gestão dos riscos definidos em relação ao mesmo.

### 5.2.4 Protecção dos Investidores

A directiva prevê um nível mínimo de prestação de serviços e de informações aos investidores, logo na fase inicial e depois numa base contínua, de modo a ajudá-los a dar mostras da devida diligência e a garantir um nível adequado de protecção dos investidores.

A directiva proposta exige que as entidades gestoras de *Hedge Funds* forneçam aos seus investidores uma descrição clara da sua política de investimento, incluindo: a descrição do tipo de activos e do recurso ao efeito de alavanca; a política de reembolsos em circunstâncias normais e excepcionais; os procedimentos de avaliação, custódia, administração e gestão dos riscos; e as remunerações, encargos e despesas associados ao investimento.

Outra das imposições da proposta consiste no facto dos *Hedge Funds* poderem negociar apenas junto de investidores profissionais, muito pelo facto das estratégias de investimento destes fundos não se adaptarem, na sua grande maioria, aos perfis de investimento e às necessidades dos investidores não profissionais, sendo mais adequadas para os investidores profissionais e outros investidores que disponham de carteiras de

investimento suficientemente grandes para poderem absorver os riscos mais elevados de perdas associados a esses investimentos.

#### 5.2.5 Limites à utilização do efeito de alavanca financeira

O recurso por parte dos *Hedge Funds* a elevados níveis de alavanca faz com que estes fundos possam exercer um grande impacto nos mercados em que actuam, impacto esse que na maioria das vezes, e devido ao elevado nível de alavanca, poderá ser muito superior aos capitais detidos pelos fundos. Tornou-se então importante, na presente proposta, incluir limites aos níveis de alavancagem.

Uma das principais medidas prevê que os *Hedge Funds* que operem recorrentemente com um efeito de alavanca superior a um determinado limite sejam obrigados a divulgar à autoridade competente do seu Estado-Membro de origem o efeito de alavanca total. Essa informação deve incluir a identidade das cinco maiores fontes dos empréstimos em numerário ou em valores mobiliários e os montantes recebidos de cada uma dessas entidades por cada um dos *Hedge Funds*. Os limites máximos do efeito de alavanca devem ter em consideração aspectos que se prendem com a origem desse efeito e com as estratégias utilizadas pelos *Hedge Funds*.

A proposta concede ainda às autoridades nacionais e europeias poderes para imporem limites ao uso do efeito de alavanca em diferentes situações.

#### 5.2.6 Requisitos dos Hedge Funds

Neste ponto ir-se-á analisar alguns dos principais requisitos de que os *Hedge Funds* serão alvo na proposta da Comissão Europeia.

##### a) Fundos próprio iniciais e permanentes

Segundo a Comissão Europeia, com o decorrer da crise financeira, tornou-se claro que existe a necessidade de prever a aplicação de requisitos mínimos de fundos próprios para garantir a continuidade e regularidade dos serviços de gestão prestados pelas sociedades gestoras ou gestores de *Hedge Funds*. Esses requisitos de capital permanentes devem

cobrir a exposição potencial das sociedades gestoras ou gestores destes fundos às responsabilidades profissionais decorrentes de todas as suas actividades, incluindo os serviços de gestão prestados no quadro de uma delegação ou mandato.

Neste contexto, e de acordo com a proposta da Comissão Europeia, as sociedades gestoras ou gestores de *Hedge Funds* deverão deter fundos próprios num valor mínimo de 125 000 euros. Quando o valor das carteiras dos *Hedge Funds* geridos pelas sociedades gestoras ou gestores de *Hedge Funds* for superior a 250 milhões de euros, este será obrigado a constituir fundos próprios suplementares, num montante igual a 0,02 % do montante em que o valor das carteiras exceder 250 milhões de euros.

b) Avaliação e depositário

Os acontecimentos recentes vieram demonstrar a absoluta necessidade de separar as funções de guarda dos activos e da sua gestão, bem como de separar os activos dos investidores dos activos do gestor. Para tal, as sociedades gestoras ou gestores de *Hedge funds* devem nomear um depositário a quem confiarão a contabilidade das contribuições dos investidores.

O depositário deverá actuar de forma independente e exclusivamente em defesa dos interesses dos investidores do *Hedge Fund* e é responsável perante a entidade gestora e os investidores do *Hedge Fund* por quaisquer perdas que sofram em resultado do incumprimento das suas obrigações, estabelecidas pela proposta.

Relativamente à avaliação, as sociedades gestoras ou gestores de *Hedge funds*, devem nomear um avaliador independente para determinar o valor dos activos adquiridos pelo fundo e das acções e unidades de participação do mesmo. O avaliador deve assegurar-se de que os activos, acções e unidades de participação sejam avaliados pelo menos uma vez por ano ou sempre que seja feita uma emissão ou um reembolso de acções e unidades de participação do *Hedge Fund*, caso sejam mais frequentes.

c) Relatório Anual

Os *Hedge Funds*, através das suas entidades gestoras, devem apresentar um relatório anual para cada exercício. Esse relatório deverá ser disponibilizado às autoridades

competentes e aos investidores, no máximo até quatro meses após o final do exercício. O relatório deve incluir, no mínimo, um balanço ou um mapa dos activos e passivos, uma conta das receitas e despesas do exercício e um relatório sobre as actividades do exercício.

d) Divulgação de informação aos investidores

Para além das informações aos investidores já descritas anteriormente, as entidades gestoras devem assegurar que os investidores dos seus fundos recebam um conjunto de informações relevantes, antes do fundo efectuar um investimento, ou igualmente informados de qualquer alteração em relação ao mesmo.

Desse conjunto de informações que as entidades devem prestar aos investidores, destacam-se os seguintes:

- A descrição da estratégia e objectivos de investimento do *Hedge Fund*, dos activos em que o fundo pode investir e das técnicas que pode utilizar, com todos os riscos que lhes estejam associados;
- As circunstâncias em que o fundo poderá recorrer ao efeito de alavanca, os tipos e fontes de efeito de alavanca permitidos e os riscos que lhes estão associados e ainda quaisquer restrições da utilização desse mecanismo;
- A descrição dos processos de avaliação do *Hedge Fund* e, quando aplicável, dos modelos de determinação dos preços utilizados na avaliação dos activos, incluindo os métodos aplicados para a determinação do valor dos activos de difícil avaliação;
- Uma descrição da gestão dos riscos de liquidez do *Hedge Fund*; e,
- Uma descrição de todas as remunerações, encargos e despesas directa ou indirectamente suportadas pelos investidores e a indicação do valor máximo que poderão alcançar.

e) Obrigações de apresentação de relatórios às autoridades competentes

Para que haja um maior controlo das actividades e riscos dos *Hedge Funds*, a proposta exige que as entidades gestoras destes fundos apresentem regularmente às autoridades competentes, para além do relatório anual, relatórios com informações detalhadas sobre os principais mercados e instrumentos utilizados pelos fundos por si

geridos, assim como sobre as principais posições em risco e as concentrações mais importantes de riscos de cada um dos *Hedge Funds*.

#### 5.2.7 Direitos dos *Hedge Funds*

A proposta da Comissão Europeia, não contempla apenas obrigações e requisitos para os *Hedge Funds*, confere-lhes também direitos relativamente à sua comercialização. Com a finalidade de facilitar o desenvolvimento do mercado único no espaço europeu, a proposta define que uma sociedade gestora ou um gestor de *Hedge funds* autorizado no Estado-Membro de origem poderá comercializar os seus fundos junto de investidores profissionais no território de todos os Estados-Membros.

A proposta permite ainda que as sociedades gestoras ou os gestores de *Hedge Funds* comercializem fundos domiciliados em países terceiros, mediante controlos estritos do desempenho de funções centrais por parte de prestadores de serviços nessas jurisdições. O direito a comercializar esses fundos junto de investidores profissionais, conferido pela proposta, só passará a ser válido três anos após o final do período de transposição, já que será necessário algum tempo para definir requisitos adicionais através da adopção de medidas de execução.

## 6. Impacto da nova regulação na indústria de *Hedge Funds*

Após uma breve descrição dos pontos mais relevantes da proposta da Comissão Europeia para uma nova regulação na indústria dos *Hedge Funds*, torna-se importante medir os impactos que tais medidas irão produzir nessa mesma indústria, isto é, tentar prever e antecipar eventuais mudanças de comportamento nos gestores e investidores destes fundos, assim como medir o impacto das medidas apresentadas nos retornos dos próprios *Hedge Funds*.

Para tal, ir-se-á analisar quatro pontos-chave da nova regulação, sendo eles: o limite ao uso do efeito de alavanca, o aumento do nível de capital do próprio dos fundos, o aumento da transparência, traduzido no aumento de informação prestada às autoridades competentes e investidores, e a limitação do tipo de investidores que estão autorizados a comercializar com os *Hedge Funds*.

Analisar-se-á o impacto destes pontos-chave numa perspectiva geral, recorrendo a alguns estudos já realizados, de forma a ilustrar o efeito das novas medidas nos vários tipos de *Hedge Funds*.

No entanto, e como foi referido anteriormente na descrição da proposta da nova regulação, as novas medidas não visam apenas limitar a actuação dos *Hedge Funds* através de regras mais apertadas às suas estratégias de investimento. Um dos principais objectivos, senão o principal da nova regulação, consiste na uniformização da regulação destes veículos de investimento em todo o espaço europeu, o que por um lado restringe as oportunidades de aproveitamento de lacunas nas diversas regulações nacionais existentes actualmente por parte destes fundos, mas permite uma maior liberdade e mobilidade de investimento nos diversos Estados-Membros da União Europeia.

De forma a desenvolver uma conclusão mais realista e objectiva acerca do impacto que as novas medidas apresentadas pela Comissão Europeia irão produzir em toda a indústria dos *Hedge Funds*, foram utilizados diversos estudos e artigos sobre a importância dos quatro pontos-chave acima descritos, nos diversos tipos de *Hedge Funds*, nas suas estratégias, rendibilidades e comportamento dos seus gestores e investidores.



## 6.1 Limite ao uso do efeito de alavanca

O uso do efeito de alavanca é uma das técnicas de investimento mais utilizadas pelos *Hedge Funds*, independente do tipo de estratégia que o fundo adopte. Poder-se-á afirmar que o efeito de alavanca é uma das técnicas que se encontra na génese deste tipo de fundos, isto porque o efeito de alavanca permite que se ganhe ou perca mais do que o capital inicial investido permitiria, ou seja, o uso da alavanca financeira permite que a estratégia de investimento tenha ganhos superiores ao custo do financiamento, potencializando desta forma um aumento da performance.

Este facto parece encaixar perfeitamente na definição de *Hedge Fund*, ou seja, um veículo de investimento que procura aumentar sua rentabilidade através de estratégias audazes com maiores níveis de risco. As formas mais comuns de alavanca financeira são os empréstimos bancários e o uso de derivados financeiros.

No entanto, o uso excessivo do efeito de alavanca pode levar a perdas muito significativas, ao ponto de ser apontado como uma das fontes do risco sistémico e consequentemente, responsável por contribuir para as crises sistémicas. Este facto levou a que os organismos internacionais, entre eles a Comissão Europeia, introduzissem limites aos níveis de alavanca financeira por parte dos veículos de investimento, entre eles os *Hedge Funds*.

Desta forma, e uma vez que a alavanca financeira é um dos instrumentos financeiros que potencializada a rentabilidade das várias estratégias dos *Hedge Funds*, tornou-se importante medir de que forma a não utilização do efeito de alavanca influencia a rentabilidade destes fundos. Para tal, foram utilizadas as conclusões de dois estudos, Bertelli (2007) e Schneeweis (2003).

Segundo Bertelli (2007), dado os diferentes tipos de riscos de negócio assumidos nas diferentes estratégias utilizadas pelos *Hedge Funds*, é possível determinar o nível máximo de alavanca financeira que as diferentes estratégias são capazes de suportar, o que pode ser feito de forma empírica, com recurso ao uso de uma série histórica de índices de performance de *Hedge Funds* e, teoricamente, usando o modelo de Merton.

Como tal, e para o desenvolvimento do seu estudo, Bertelli utilizou uma amostra de 1.862 *Hedge Funds* com diferentes estratégias retirada do Relatório de Estabilidade Financeira do Fundo Monetário Internacional. Para cada tipo de estratégias foi examinado

o nível médio de alavanca financeira utilizado pelos fundos que utilizam essa filosofia de investimento, assim como, o peso médio ponderado da alavanca financeira por activo e a volatilidade dos seus retornos, conforme se pode verificar na tabela 3. As estratégias de investimento analisadas foram as de Convertible Arbitrage, Emerging Market, Equity Market Neutral, Event Driven, Distressed Securities, Merger/Risk Arbitrage, Fixed Income Arbitrage, Global Macro, Long/Short Equity e Multi Strategy.

Tabela 3 – Nível de alavanca financeira por *Hedge Fund*

Fund Strategies	Total Number of Funds	Simple Average Leverage Within Each Strategy	Asset-Weighted Average Leverage Within Each Strategy	Leverage		Volatility of Returns Within Each Strategy (percent)
				Minimum	Maximum	
Fixed income: diversified	21	5.4	8.3	1.0	18.0	6.7
Fixed income: mortgage-backed	30	3.9	4.3	1.0	10.0	10.0
Fixed income: high yield	7	3.0	3.3	1.3	5.2	10.3
Convertible arbitrage	108	2.5	3.0	1.0	7.0	4.9
Equity nonhedge	74	2.2	2.9	1.0	12.0	8.1
Fixed income: arbitrage	74	2.0	2.1	1.0	12.0	7.5
Global macro	54	2.0	2.4	1.0	5.0	11.2
Equity market neutral	36	1.7	1.8	1.0	3.0	6.4
Event-driven multi-strategy	68	1.5	1.4	1.0	10.0	12.4
Merger/risk arbitrage	80	1.4	1.6	1.0	10.0	6.0
Equity hedge	499	1.4	1.4	0.7	20.0	14.5
Distressed securities	89	1.3	1.2	1.0	3.0	4.9
Emerging markets	118	1.3	1.4	1.0	3.0	27.3
Short selling	19	1.2	1.1	1.0	2.0	15.2
Sector composite	103	1.2	1.2	1.0	2.0	17.1
<i>Memorandum item:</i>						
Fund of funds	482	1.2	1.2	1.0	25.0	9.1

Fonte: Center for International Securities and Derivatives Markets, CIDMHedge Database, citado em Bertelli (2007).

Uma primeira leitura que se pode retirar da tabela 3 é que o uso de alavanca financeira se encontra presente em todas as estratégias, embora com níveis diferentes. O que pode indicar que algumas estratégias poderão ser mais sensíveis ao limite do uso do efeito de alavanca que outras, muito embora, a proposta não defina um nível limite de uso de alavanca financeira comum a todas as estratégias, deixando a cargo de cada Estado-Membro definir o limite máximo por estratégia.

Os efeitos do grau de alavanca financeira sobre os riscos e sobre o desempenho das estratégias de *Hedge Fund* foram estudados usando a relação contabilística seguinte:

$$ROE = ROA + (ROA - i)(\lambda - 1) \quad (1)$$

Onde o ROE representa o retorno mensal do fundo, o ROA é o retorno mensal do total dos activos do fundo, o  $i$  é o custo mensal de endividamento, e  $\lambda$  a relação entre os activos totais e o grau de alavanca financeira do fundo.

Deste modo e utilizando o retorno mensal dos fundos, a taxa de juro sobre o endividamento e o grau de alavanca financeira utilizado, foi possível a Bertelli calcular o retorno mensal dos fundos sem recurso ao efeito de alavanca.

Na tabela 4 apresenta-se o desvio-padrão, o retorno mensal, o índice de Sharp e o spread de equilíbrio das 10 estratégias analisadas, com e sem o efeito de alavanca financeira. A pertinência de incluir neste quadro não só o retorno mensal, mas também o desvio-padrão e o índice de Sharp, passa pela necessidade de medição dos diferentes retornos mensais com e sem recurso ao efeito de alavanca financeiro, como também pelo impacto do uso da alavanca financeira no risco do fundo, uma vez que tanto o desvio-padrão como o índice de sharpe são indicadores de risco.

Tabela 4 - Análise do retorno com e seu recurso ao efeito de alavanca financeira

	Dev. St	Monthly return	Sharpe	Equilibrium Spread
<b>HFCONVARBdl2,5</b>	<b>0,57%</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,3220</b>	-
HFCONVARB	1,38%	0,84%	0,3220	35
<b>HFEMGMKTdl1,3</b>	<b>3,94%</b>	<b>0,64%</b>	<b>0,0597</b>	-
HFEMGMKT	5,13%	0,71%	0,0597	21
<b>HFEMKNdl1,7</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,68%</b>	<b>0,5081</b>	-
HFEMKN	0,89%	0,85%	0,5081	51
<b>HFEVEDRdl1,5</b>	<b>1,23%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,2384</b>	-
HFEVEDR	1,84%	0,84%	0,2384	25
<b>HFDISTRdl1,3</b>	<b>1,55%</b>	<b>0,92%</b>	<b>0,3338</b>	-
HFDISTR	2,02%	1,07%	0,3338	24
<b>HFRISKARBdl1,4</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,2208</b>	-
HFRISKARB	1,29%	0,68%	0,2208	32
<b>HFFIXARBdl2</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,48%</b>	<b>0,1369</b>	-
HFFIXARB	1,14%	0,56%	0,1369	25
<b>HFGLOBMACROdl2</b>	<b>1,76%</b>	<b>0,80%</b>	<b>0,2271</b>	-
HFGLOBMACRO	3,50%	1,19%	0,2271	27
<b>HFLSEdl1,4</b>	<b>2,27%</b>	<b>0,84%</b>	<b>0,1921</b>	-
HFLSE	3,18%	1,01%	0,1921	27
<b>HFMUSTdl1,2</b>	<b>1,09%</b>	<b>0,71%</b>	<b>0,2816</b>	-
HFMUST	1,30%	0,77%	0,2816	26
<b>USA3M</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,40%</b>	<b>0,0000</b>	-
<b>PTF50%M</b>	<b>2,30%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,1269</b>	-
<b>S&amp;P500</b>	<b>4,57%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,1275</b>	-

Fonte: Bertelli (2007).

A apresentação das estratégias com recurso ao efeito de alavanca na tabela 4 é feita da seguinte forma: Convertible Arbitrage (HFCONVARB); Emerging Market (HFEMGMKT); Equity Market Neutral (HFEMKN); Event Driven (HFEVEDR); Distressed Securities (HFDISTR); Merger/Risk Arbitrage (HFRISKARB); Fixed Income Arbitrage (HFFIXARB); Global Macro (HFGLOBMACRO); Long/Short Equity (HFLSE); e, Multi Startegy (HFMUST).

Para cada estratégia é indicado o nível de alavanca financeira utilizado no processo de “desalavancagem” do fundo, por exemplo: HFCONVARBdl2,5 indica que, para a estratégia Convertible Arbitrage, o nível de alavanca financeira utilizado foi de 2,5, que é o nível de alavanca financeira médio apresentado na tabela 3. HFCONVARB corresponde à estratégia Convertible Arbitrage sem recurso ao efeito de alavanca.

Como se pode verificar através dos resultados presentes na tabela 4, o retorno mensal de todas as estratégias de *Hedge Funds* estudadas é inferior quando não existe recurso ao efeito de alavanca, o que realça a importância da alavanca financeira na performance dos *Hedges Funds*. Por outro lado, é também visível a redução do risco quando é eliminado o efeito de alavanca, o que comprova a influência da alavanca financeira no aumento do risco associado a estes veículos de investimento.

Deste modo, e ainda que não se encontre definido um limite máximo de utilização da alavanca financeira, é possível verificar que a estratégia Global Macro é a mais sensível à eliminação do efeito de alavanca, com uma redução do retorno mensal em 0,39%, de 1,19% para 0,80%, logo seguida da estratégia Convertible Arbitrage, com uma redução de 0,26%, de 0,84% para 0,58%. O oposto é verificado nas estratégias Emerging Market, Merger/Risk Arbitrage, Fixed Income Arbitrage e Multi Startegy, que apresentam uma redução entre os 0,06% e 0,08%. As restantes estratégias analisadas apresentam uma redução entre os 0,15% e 0,17%, que, embora não sejam as maiores reduções registadas, são também consideradas como reduções muito elevadas.

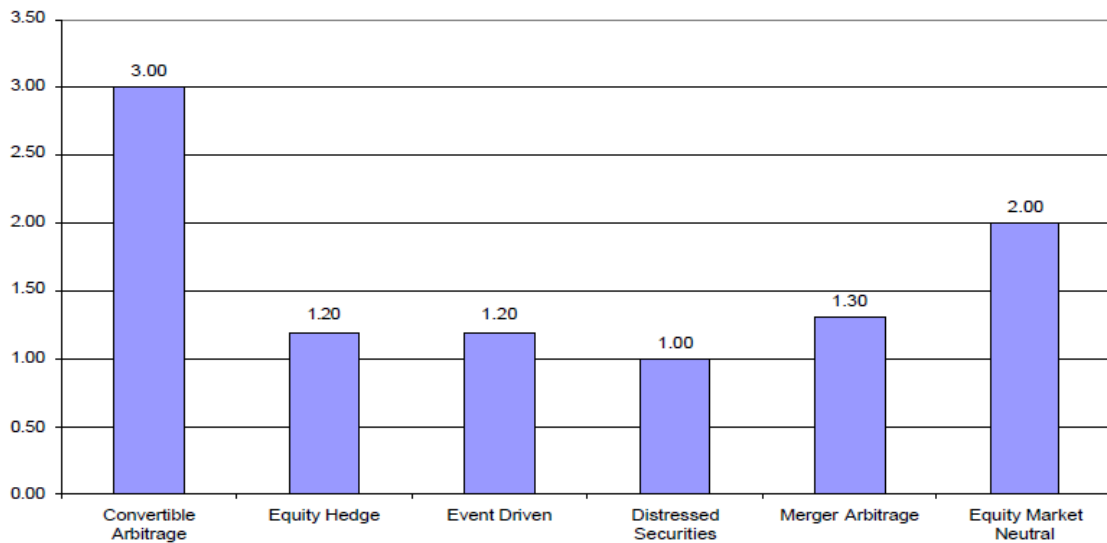
Através deste estudo, poder-se-á concluir que todas as estratégias de investimento utilizadas pelos *Hedge Funds* irão ver os seus retornos afectados com a entrada em vigor do limite do uso do efeito de alavanca.

Por outro lado, o estudo elaborado por Schneeweis (2003), que visa analisar o impacto do efeito de alavanca financeira nos retornos de seis tipos *Hedge Funds*, demonstra outro possível impacto da medida apresentada pela Comissão Europeia, através

da identificação de uma correlação negativa entre o nível de alavanca financeira e o risco de portfólio assumido nas diferentes estratégias de investimento.

Através de uma amostra retirada da TASS<sup>17</sup> (Junho de 2003), foi possível a Schneeweis calcular o nível médio de alavanca financeira utilizada em cada estratégia, bem como o seu risco e retorno (ver figura 6 e tabela 5, respectivamente).

Figura 6 - Nível de alavanca financeira médio por estratégia de investimento (Janeiro de 2000 a Março de 2003)



Fonte: Schneeweis (2003).

Tabela 5 – Estatísticas descritivas por estratégia de investimento (Janeiro de 2000 a Março de 2003).

	Average Monthly Return	Monthly Standard Deviation	Sharpe Ratio	Leverage Median	Leverage Average
Convertible Arbitrage	1.13%	1.54%	2.79	3.00	3.17
Equity Hedge	0.41%	5.69%	0.25	1.20	1.81
Event Driven	0.42%	3.26%	0.66	1.20	1.61
Distressed Securities	0.86%	3.08%	1.20	1.00	2.10
Merger Arbitrage	0.48%	1.46%	0.82	1.30	2.00
Equity Market Neutral	0.64%	2.33%	0.72	2.00	1.94

\* Sharpe Ratio based on three percent annual risk free rate

Fonte: Schneeweis (2003).

<sup>17</sup> O Tass DataBase é uma base de dados internacional que reúne informação acerca da indústria dos *Hedge Funds*.

Através dos resultados apresentados na tabela 5, pode-se verificar que as estratégias que apresentam um risco relativamente mais baixo (*Convertible Arbitrage* e *Equity Market Neutral*) tendem a apresentar maiores níveis de alavancagem, enquanto as estratégias que apresentam maiores níveis de risco tendem a apresentar menores níveis de alavancagem. O que pode ser explicado pelo facto das estratégias mais arriscadas, envolverem muitas das vezes, posições direccionais ou sem cobertura, que lhes atribuem maior risco de portfólio devido à falta de posições simétricas, mas que por outro lado, exigem menores necessidades de capital para obterem os seus objectivos de retorno/risco.

Deste modo, poder-se-á esperar que a imposição de limites aos níveis de alavanca financeira, traduzidos numa redução dos níveis de alavancagem utilizados actualmente, levem os *Hedge Funds* a incorrerem em maiores riscos de portfólio, como forma de atingirem as suas metas de risco/retorno, uma vez que não possuem de liquidez suficiente para realizarem o *hedging* das suas carteiras.

## **6.2 Exigência de fundos próprios iniciais e permanentes**

No rescaldo da crise financeira, a falta de capitais próprios dos *Hedge Funds*, associados a altos graus de alavanca financeira, foram apontados como uma das razões para o aumento da volatilidade em todo o sector financeiro. Uma vez que a falta de capitais próprios destes fundos originou uma crise de liquidez entre os seus subscritores e financiadores, o que teve um efeito de “bola de neve” e contagiou grande parte do sector financeiro.

Este facto levou a que a Comissão Europeia inclui-se na sua proposta, medidas para minimizar a falta de liquidez destes veículos financeiros, introduzindo requisitos mínimos de capital.

No entanto, nem todos os tipos de fundos serão afectados da mesma forma, uma vez que os níveis de capitalização destes fundos encontram-se directamente associados: à estratégia de investimento seguida pelo fundo, na medida em que os investimentos realizados divergem no seu grau de risco e liquidez; à sua dimensão; à maturidade do fundo associada à confiança dos investidores; e, pelos *Fees* cobrados pelos gestores. Logo, poder-se-á esperar que os requisitos de capital sugeridos na proposta podem produzir efeitos diferentes nos diferentes tipos de fundos.

Com recurso ao estudo desenvolvido por Gupta<sup>18</sup> e Liang<sup>19</sup> (2004), procurou-se perceber que tipo de fundos apresentava maiores necessidades de capital e quais são os fundos que registavam os melhores rácios de capital.

Através deste estudo, Gupta e Liang, procuram responder, entre outras questões, à problemática da capitalização dos *Hedge Funds*, ou seja, mais concretamente, procuram saber até que ponto os fundos desta indústria se encontram devidamente capitalizados e de que modo a capitalização se encontra relacionada com as características dos próprios fundos.

Para tal, os autores abordam estas questões através do método do VaR, visto que este método, não só mede a perda máxima esperada para um activo ou carteira de activos, num determinado horizonte temporal com um nível de confiança específico, como também pode ser usado para medir o capital necessário para cobrir tais perdas.

No desenvolvimento do seu estudo, Gupta e Liang utilizam uma amostra retirada da TASS Management Limited<sup>20</sup> de Março de 2003, que contém dados sobre o retorno mensal de 3.702 *Hedge Funds*, entre eles 2.256 *Hedge Funds* existentes à data (doravante vivos) e 1.446 *Hedge Funds* que até então foram dissolvidos (doravante dissolvidos), como se pode verificar através da tabela 6. O facto de este estudo incluir fundos já dissolvidos é importante, na medida em que a falta de capital, embora não tenha sido a principal causa da dissolução dos fundos, como concluem os autores, poderá ter contribuído para esse desfecho.

Foi usado ainda como período mínimo necessário para estimar o VaR uma série de retornos históricos de 5 anos. Desde modo, os autores procuraram assegurar que os retornos estimados através da metodologia VaR incluíssem alguns dos momentos mais turbulentos nos mercados financeiros, como a crise monetária asiática de 1997, a crise da dívida da Rússia de 1998.

---

<sup>18</sup> Anurag Gupta é um economista do Departamento de Direito Bancário e Financeiro, da Escola de Gestão Weatherhead, na Case Western Reserve University.

<sup>19</sup> Bing Liang é um economista Departamento de Finanças e Gestão de Operações, da Escola de Gestão de Isenberg na Universidade de Massachusetts.

<sup>20</sup> TASS Management Limited é um dos principais fornecedores de informação financeira da indústria dos *Hedge Funds*.

---

Tabela 6 - As estatísticas descritivas para as distribuições de retorno mensal dos *Hedge Funds*.

Style	Live Funds						Dead Funds					
	No.	mean	std. dev.	median	skew	kurt	No.	mean	std. dev.	median	skew	kurt
Convertible Arbitrage	59	0.90	1.55	0.94	-0.30	4.50	14	0.61	2.51	0.90	-0.70	4.66
Dedicated Short Bias	10	1.05	7.91	1.01	-0.14	4.00	6	0.18	6.31	0.05	0.50	3.45
Emerging Markets	62	0.48	7.46	0.31	-0.28	5.32	40	0.43	6.68	0.81	-0.81	6.34
Market Neutral	36	0.77	2.49	0.59	0.25	4.08	10	0.30	2.22	0.35	-0.19	3.58
Event Driven	107	0.66	1.86	0.73	-0.51	5.12	39	0.58	2.56	0.81	-0.72	7.07
Fixed Income Arbitrage	32	0.64	1.83	0.97	-1.47	7.61	18	0.62	2.34	0.96	-3.10	15.91
Fund of Funds	185	0.56	2.30	0.55	-0.03	6.58	107	0.54	3.55	0.48	0.17	4.12
Global Macro	40	0.63	3.64	0.34	0.45	3.92	40	0.83	5.16	0.37	0.38	4.38
Long/Short Equity Hedge	288	0.91	5.51	0.50	0.44	4.57	114	1.01	6.01	0.99	-0.08	4.09
Managed Futures	94	0.92	5.69	0.61	0.25	3.52	105	0.60	5.53	0.36	0.24	4.17
Other	29	0.78	2.55	0.88	0.04	6.10	1	0.52	3.71	0.80	-5.72	40.77
Total	942	0.72	3.70	0.61	0.06	4.85	494	0.62	4.57	0.64	-0.01	4.43

Fonte: Tass Management Limited, Março de 2003.

Através da tabela 6 é possível verificar os principais resultados do estudo desenvolvido por Gupta e Liang, sendo que % U-CAP, corresponde à percentagem de fundos que se encontravam subcapitalizados. Deste modo, podemos constatar que, dos fundos vivos, apenas 3,7% se apresentavam subcapitalizados, enquanto que no caso dos fundos dissolvidos a percentagem é superior, 10,9%, no entanto, esta percentagem não se apresenta muito significativa.

É importante referir que, a percentagem de fundos vivos subcapitalizados (3,7%) é constituída por fundos de pequena dimensão, com uma média de activos líquidos de 66 milhões de dólares, o que constitui apenas 1,2% do total de activos líquidos da amostra analisada.

Relativamente à subcapitalização por estratégia de investimento, rapidamente se identifica a estratégia Fixed Income Arbitrage, como a mais subcapitalizada, tanto em termos dos fundos vivos, como dos fundos dissolvidos, onde 15,6% e 33,3% dos fundos se encontravam subcapitalizados. Esta estratégia é seguida pela estratégia de Emerging Markets com 9,7% e 30% de fundos subcapitalizados, em termos de fundos vivos e dissolvidos, respectivamente.

Das restantes estratégias de investimento analisadas, destacam-se as estratégias Convertible Arbitrage e Market Neutral, com uma percentagem de subcapitalização de 0% nos fundos dissolvidos, e percentagens não muito elevadas entre os fundos vivos, assim



como, as estratégias *Dedicate Short Bias* e *Fund of Funds*, que apresentam percentagens de subcapitalização de 0% e 0,5%, respectivamente, para os fundos vivos.

Todas as outras estratégias apresentam níveis médios de subcapitalização, sendo que, como seria de prever, os fundos dissolvidos apresentam níveis de subcapitalização.

De acordo com o estudo desenvolvido por Gupta e Liang, poder-se-á concluir que os *Hedge Funds* mais sensíveis à medida de introdução de requisitos de capital serão os fundos que seguem as estratégias de investimento *Fixed Income Arbitrage* e *Emerging Markets*, bem como os fundos de menor dimensão, que apesar de terem níveis de capital exigido mais baixos, são mais sensíveis a esta medida. Por outro lado, os fundos que se regem pelas estratégias *Convertible Arbitrage*, *Market Neutral*, *Dedicate Short Bias* e *Fund of Funds* serão os fundos menos sensíveis a esta medida.

### **6.3 Aumento da transparência**

O aumento de transparência não é uma preocupação recente e que se restringe apenas às entidades de regulação financeira. Os próprios gestores de *Hedge Funds* já haviam mostrado interesse por este tema, como documentou Shadab (2010).

Para Shabad, o aumento da transparência é uma tendência que se vinha a desenvolver na indústria de *Hedge Funds*, uma vez que o aumento de transparência poderia trazer grandes benefícios, tais como a atracção de mais investidores, a obtenção de condições mais favoráveis no acesso ao crédito e negociar com outras contrapartes a um custo menor.

Neste contexto, a Comissão Europeia tornou o aumento da transparência, reflectida no aumento de informação que os *Hedge funds* terão de fornecer não só às autoridades competentes, mas também aos seus investidores e conseqüentemente a todo o mercado, num dos aspectos mais visíveis na proposta.

A questão que se torna pertinente no presente trabalho consiste na forma como o aumento de transparência irá influenciar a gestão destes fundos, e de que forma o mercado financeiro será influenciado por potenciais alterações nos comportamentos e estratégias seguidas pelos gestores de *Hedge Funds*.

Segundo Frumkin e Vandegrift (2009), existe uma relação positiva entre o registo efectuado pelos gestores de *Hedge Funds* em 2006, por imposição do SEC, e o retorno dos fundos por si geridos. Neste estudo, os autores analisaram os retornos obtidos pela

indústria de *Hedge Funds* entre Maio de 2005 e Junho de 2007, e concluíram que o registo obrigatório causou um aumento médio de 11,6% nos retornos desta indústria. O que poderá ser um bom indicador para esta medida.

No entanto, e de acordo com o estudo desenvolvido por King<sup>21</sup> e Maierb<sup>22</sup> (2007), o aumento de transparência poderá não gera apenas benefícios.

Para King e Maierb, apesar do aumento de transparência permitir aos corretores e investidores reduzirem o risco sistémico através de uma gestão eficaz dos riscos de contraparte, existe a preocupação de que estes agentes possam usar a informação fornecida, não só como forma de gestão de risco, mas em seu próprio benefício, seguindo as linhas de investimento definidas pelos *Hedge Funds*.

Este facto, poderia levar a que estes fundos não estivessem dispostos a tomar posições de cobertura, o que levaria a uma redução da liquidez nos mercados e consequente aumento da volatilidade dos activos. Ao divulgar informações acerca da sua política de investimentos, os *Hedge Funds* ficarão expostos ao uso dessa informação em detrimento do próprio fundo.

Danielsson, Taylor e Zigrand (2005), levantam ainda outra questão, que se prende com a avaliação por parte das entidades de supervisão, da informação fornecida pelos *Hedge Funds*, com a finalidade de controlar e reduzir os riscos assumidos por este fundos. Segundo Danielsson, Taylor e Zigrand esta abordagem poderá não ser viável, uma vez que o tempo que estas entidades demorarão a analisar toda a informação recebida, poderá fazer com que a mesma perca valor, tornando uma possível reacção pouco eficaz.

Outro efeito que poderá surgir, é o efeito a que Allen and Wood (2006) apelidam de *Moral Hazard*, e que consiste na perspectiva de que, uma parte isolada de risco poderá ter comportamentos bastante diferentes do que teria caso se encontrasse totalmente exposto ao risco. Ou seja, no contexto dos *Hedge Funds*, a preocupação e controlo dos seus riscos por parte das entidades de supervisão, poderia levar a uma diminuição do investimento em gestão de risco por parte dos seus gestores, partindo do princípio que, caso estes fundos estivessem a assumir posições bastante arriscadas, seriam alertados para tal, pelas entidades de supervisão. Este facto poderia originar um aumento do risco sistémico em vez de reduzi-lo.

---

<sup>21</sup> Michael R. King é um economista do departamento económico e monetário do Banco Central de Pagamentos Internacionais.

<sup>22</sup> Philipp Maierb é um economista da Divisão de Estudos Internacionais do Banco do Canadá.

Uma publicação efectuada pela PricewaterhouseCooper (PwC), em Julho de 2009, sobre o impacto da proposta da Comissão Europeia na indústria de *Hedge Funds* levanta outras questões pertinentes. Segundo a PwC, os requisitos de divulgação de informação irão originar um aumento nos custos fixos destes fundos, o que poderá influenciar negativamente os seus retornos. Esta publicação, realça ainda, a inexistência de um estudo elaborado pela Comissão Europeia com os benefícios económicos, decorrentes da nova proposta, para investidores.

No entanto, a mesma entidade conclui, através de um estudo publicado em Março de 2008, e que teve como objectivo medir o grau de satisfação dos investidores acerca do ambiente regulatório de diversos veículos financeiros, que os investidores institucionais de *Hedge Funds* veriam com agrado um aumento da regulação no sector. Segundo este estudo, apenas 28% dos investidores institucionais da amostra estavam satisfeitos com o actual quadro regulamentar na indústria de *Hedge funds*, como demonstra a tabela 7.

Tabela 7 – Mede o grau de satisfação dos investidores institucionais acerca do ambiente regulatório de vários veículos de investimento.

	Satisfazem	Não satisfazem	Sem opinião	Total
Hedge Funds	28%	63%	9%	100%
Private Equity	42%	52%	6%	100%
Real Estate	70%	27%	2%	100%
Infrastructure	53%	26%	22%	100%
Commodities	55%	24%	22%	100%

Fonte: PricewaterhouseCoopers/EIU survey, Janeiro 2008

Como se pode observar, os efeitos do aumento de transparência e análise das informações prestadas pelos *Hedge Funds* às entidades de supervisão, investidores e brokers são difíceis de estimar. Como tal, procurou-se identificar alguns prós e contras que esta medida poderá causar.

#### **6.4 Limite do tipo de investidores**

Como já foi referido anteriormente, existem duas classes distintas de investidores, os investidores particulares e os investidores institucionais. Intuitivamente, a classe que será mais atingida com a medida da Comissão Europeia em limitar os *Hedge Funds* apenas

investidores profissionais, será a classe dos investidores particulares. Uma vez que, como o próprio nome indica, muitos deles não se tratam de investidores profissionais.

Tendo em conta que, historicamente, os High-Net-Worth Individuals são, a par dos investidores institucionais, os grandes investidores da indústria de *Hedge Funds*, e que como referido anteriormente, os Semiaffluent Investors se apresentavam como um grupo muito grande e com elevado potencial, a medida sugerida torna-se muito penalizadora para os *Hedge Funds*, que verão assim, o seu universo de investidores diminuir e restringir-se cada vez mais aos investidores institucionais.

Deste modo, a medida fará aumentar o poder de negociação dos investidores institucionais face aos gestores de *Hedge Funds*, o que poderá levar à reformulação de algumas práticas utilizadas por estes fundos, bem como a renegociação de *Fees* para taxas mais baixas.

Este facto poderá levar a indústria dos *Hedge Funds* a desenvolver uma maior preocupação na relação com os seus investidores e investir em novos serviços ao cliente, como conclui o estudo da SEI Investments Company <sup>23</sup> (2010). Segundo este estudo o serviço ao cliente surge em igualdade com o desempenho do fundo como factor de escolha dos gestores de fundos, e consequentemente como factor de escolha do fundo.

Este estudo demonstra que a performance deixou de ser o factor mais importante na escolha na escolha do fundo, e que a indústria de *Hedge Funds* entrou na “Era dos investidores”. Estes factos podem revelar que, no futuro, os gestores de *Hedge funds* tendam a aumentar os seus esforços no serviço ao cliente, prestação de informação e controlo de riscos em detrimento da procura de altas performances, o que poderá levar a uma diminuição dos retornos médios da maioria dos *Hedge Funds*.

---

<sup>23</sup> A SEIC é líder global na gestão de activos, processamento de investimento e de gestão de fortunas pessoais

## 7. Conclusão

A crise internacional que se viveu no ano de 2008 veio revelar algumas debilidades do sistema financeiro mundial, o que levou as entidades de regulação de todo o mundo desenvolvessem quadros regulamentares mais exigentes.

Nesse sentido, e face ao grande crescimento que a indústria de *Hedge Funds* tem registado nos últimos anos, a Comissão Europeia criou uma proposta que visa o aumento de regulação neste sector. O objectivo principal desta medida passa pela uniformização da regulação financeira em todo o espaço europeu, com a finalidade de limitar os riscos incorridos por estes veículos de investimento, assim como, tentar evitar que os mesmos se transfiram para todo o sistema financeiro, criando assim uma crise sistémica.

As principais medidas implementadas pela Comissão Europeia passam: pelo aumento de transparência no sector, com vista a tornar mais clara a realidade desta indústria; pela restrição dos limites de alavanca financeira, como forma de limitar os riscos incorridos por estes fundos; pela exigência de fundos próprios iniciais e permanentes, de modo a diminuir os riscos de liquidez; e pela limitação da comercialização destes fundos a investidores profissionais (salvo algumas excepções), com a finalidade de proteger os investidores que não possuem capacidade financeira e estrutural para avaliar os riscos em que estes fundos poderão incorrer.

Através do presente trabalho, e recorrendo a diversos estudos já publicados, foi possível apurar algumas das alterações que estas medidas poderão produzir nesta indústria, nomeadamente no que diz respeito à competitividade do sector e a possíveis alterações no comportamento dos seus gestores e investidores.

No que diz respeito ao limite do uso do efeito de alavanca financeira, e à luz das conclusões de Bertelli (2007) e Schneeweis (2003), poder-se-á esperar que a diminuição dos níveis de alavancagem produzam uma diminuição do retorno médio destes fundos, e que levem os seus gestores a aumentarem o risco das suas carteiras, como forma de alcançar os seus objectivos de retorno/risco. Neste sentido as estratégias Global Macro e Convertible Arbitrage parecem ser as mais sensíveis a esta medida.

Segundo Gupta e Liang (2004), a percentagem de fundos subcapitalizados nesta indústria é muito reduzida, sendo que essa subcapitalização é mais comum em fundos de pequena dimensão e em fundos que adoptam as estratégias de Fixed Income Arbitrage e Emerging Markets. Desta forma, espera-se que a medida de exigência de fundos próprios

iniciais e permanentes não origine grandes efeitos nos retornos e comportamentos dos agentes afectos a este sector.

Relativamente ao aumento de transparência no sector, existem várias consequências a ter em conta. Segundo Frumkin e Vandegrift (2009), existe uma relação positiva entre o registo efectuado pelos gestores de *Hedge Funds* em 2006, por imposição do SEC, e o retorno dos fundos por si geridos, pelo que se pode esperar que a proposta da Comissão Europeia surta o mesmo efeito no retorno dos *Hedge Funds* a operar na Europa. No entanto, para King e Maierb (2007), o aumento de transparência poderá não gerar apenas benefícios, uma vez que poderá levar a alterações no comportamento dos agentes desta indústria, o que levaria a um aumento do risco em todo o sector.

Danielsson, Taylor e Zigrand (2005), e a consultora PricewaterhouseCoopers levantam ainda outras questões, que se prendem com a eficiência de análise da informação fornecida aos investidores e entidades de supervisão, bem como o aumento muito significativo do custo que estas divulgações irão implicar.

Por último, a limitação do tipo de investidores irá resultar numa diminuição do universo de investidores deste sector, e que poderá resultar numa diminuição do poder de negociação dos gestores de *Hedge Funds* face aos investidores institucionais. Este facto poderá levar à reformulação de algumas práticas utilizadas por estes fundos, e consequentemente, levar à alteração do perfil de retornos registados por estes fundos nos últimos anos.

## 8. Bibliografia

Bertelli, R. (2007), *FINANCIAL LEVERAGE: Risks and Performance in Hedge Fund Strategies. Working Paper*, Siena, Italy: University of Siena.

Boucher, M. (1999), *The Hedge Fund Edge*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Connor, C. e M. Woo (2003), *An Introduction to Hedge Funds. Working Paper*, London School of Economics.

Credit Suisse (2009), *Credit Suisse Liquid Alternatives Monthly Hedge Fund Commentary*, <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/> .

Credit Suisse (2009), *1H 2009 Hedge Fund Update:Halfway There*, <http://www.managedfunds.org/members/downloads/Credit%20Suisse%20Tremont%20Firt%20Half%202009%20Hedge%20Fund%20Analysis.pdf>

Comissão Europeia (2009), *Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm)

Daniélsson, J., Taylor, A., Zigrand, J.P. (2005), *Highwaymen or heroes: should hedge funds be regulated?* *Journal of Financial Stability*, vol. 1, New York: Elsevier 522–543.

European Fund and Asset Management Association - EFAMA (2005), *Hedge Funds Regulation in Europe - A Comparative Survey*, [http://www.agii.gr/repository/upload/\\_2005121143638.pdf](http://www.agii.gr/repository/upload/_2005121143638.pdf) .

Frumkin, D. e D. Vandegrift (2009), *The effect of size, age, beta and disclosure requirements on hedge fund performance*. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, vol. 15, nº 3, London: Palgrave Macmillan, 241-251.

Gupta, A. e B. Liand (2005), *Do Hedge Funds Have Enough Capital? A Value-at-Risk Approach*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 77.

Jaeger, R.A. (2003), *All about Hedge Funds - The easy way to get started*. New York: The McGraw-Hill Companies, lda.

King, M.R. e P. Majer (2009), Hedge funds and financial stability: Regulating prime brokers will mitigate systemic risks. *Journal of Financial Stability*, vol. 5, New York: Elsevier, 283–297.

McCrary, S.A. (2005), *Hedge Funds Course*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Nicholas, J.G. (2004), *Hedge Fund of Fund Investing - An Investor's Guide*. Princeton: Bloomberg Press.

PricewaterhouseCoopers (2009), Hedge Funds: How will the proposed EC Directive on Alternative Investment Fund Managers impact hedge funds?, [http://www.pwc.com/en\\_LU/lu/asset-management/docs/pwc-aifm-hedge-funds.pdf](http://www.pwc.com/en_LU/lu/asset-management/docs/pwc-aifm-hedge-funds.pdf) .

PricewaterhouseCoopers (2008), Transparency versus returns: The institutional investor view of alternative assets, [http://www.pwc.com/en\\_GX/gx/financial-services/pdf/pwc\\_alternatives\\_briefing.pdf](http://www.pwc.com/en_GX/gx/financial-services/pdf/pwc_alternatives_briefing.pdf) .

Schneeweis, T., G., Martin, Kazemi, H. e V. Karavas (2003), The Impact on Leverage on Hedge Fund Risk and Return. *Working Paper*, Amherst, Massachusetts: Isenberg School of Management, University of Massachusetts.

SEI Knowledge Partnership (2010), The Era of the Investor New Rules of Institutional Hedge Fund Investing, [http://a248.e.akamai.net/f/248/25855/14d/ig.rsys1.net/responsysimages/seic/\\_RS\\_CP\\_/SEI\\_IMS\\_HFNewRules\\_2010\\_EU.pdf](http://a248.e.akamai.net/f/248/25855/14d/ig.rsys1.net/responsysimages/seic/_RS_CP_/SEI_IMS_HFNewRules_2010_EU.pdf)

Shabad, H.B. (2007), The Challenge of Hedge Fund Regulation. *Securities & Investment*, vol. 30, nº1, New York: New York Law School, 36-41.

Shabad, H.B. (2010), The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection. *Berkeley Business Law Journal*, New York: New York Law School, 240-297.

Stefanini, F. (2006), *Investment Strategies of Hedge Funds*. Chichester, West Sussex; England: John Wiley & Sons, Inc.



## **Webgrafia**

<http://ec.europa.eu>

<http://www.hedgefundsreview.com>

<http://www.hedgeindex.com>

<http://www.hedgeworld.com>

<http://www.oreyfinancial.com>

<http://www.pwc.com>