



INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E  
ADMINISTRAÇÃO DE COIMBRA

A INDÚSTRIA DE *HEDGE FUNDS*:  
CARACTERÍSTICAS, ESTRATÉGIAS E  
DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO

**Dissertação de Mestrado em Análise Financeira**

**2.<sup>a</sup> edição**

**Silvana Raquel Araújo Monteiro Ribeiro Silva**

*Orientadora:* Professora Mestre Ana Paula Quelhas

Março de 2013

**“It’s not whether you’re right or wrong,  
but how much money you make when you  
are right and how much you lose when  
you’re wrong”.**

*George Soros*

## RESUMO

Os *hedge funds* encontram-se presentes nos mercados financeiros há cerca 60 anos. Porém, recentemente, tem-se assistido a transformações consideráveis no sector, particularmente no que concerne ao segmento alvo. Inicialmente, este tipo de investimento era sobretudo dedicado a investidores particulares de vastos recursos; recentemente tem sido alvo da crescente atenção de investidores institucionais, ligados aos mais variados ramos, como entidades seguradoras, fundos de pensões, entres outros.

Este trabalho tem, porém, objetivos mais amplos, os quais passam pela caracterização da indústria de *hedge funds*, pela identificação dos principais investidores e das estratégias de investimento prosseguidas, bem como pela avaliação do impacto que aumento do nível de transparência dos retornos obtidos poderá ter ao nível do crescimento deste segmento do mercado financeiro, o qual acarretará, necessariamente, transformações ao nível dos dispositivos de regulação,

Em termos metodológicos, recorreu-se, essencialmente, à sistematização de informação, a qual permitiu construir um discurso autónomo, abrangente e crítico.

O trabalho permitiu evidenciar algumas conclusões, entre as quais se destacam a especificidade em matéria de estratégias de investimento conduzidas e a existência de conflitos latentes entre os gestores de *hedge funds* e os investidores neste instrumento financeiro.

**Palavras chave:** *Hedge Funds*; Estratégias de Investimento; Indústria de *Hedge Funds*; Transparência.

## ABSTRACT

Hedge funds have been available in financial markets for almost 60 years. But lately, deep changes took place within this sector, mainly as for target segment is concerned. Initially, this kind of investment was essentially devoted to private investors with vast resources; recently, institutional investors from various sectors such as insurance companies or pension funds paid growing attention to this sector.

However, this report has broader goals which involve the characterization of the hedge fund industry, the identification of key investors and investment strategies that are pursued in this field, and also the assessment of the impact that an increased level of transparency of returns may cause on the growth of this financial market branch. The level of transparency necessarily leads changes on the regulation framework.

In methodological terms, we essentially systematize the collected information on literature which had allowed us to establish a comprehensive, autonomous and critique discourse.

This report has highlighted some conclusions, among which stand out the specificity related to investment strategies, and the existence of latent conflicts between hedge fund managers and investors in this financial instrument.

**Key words:** *Hedge Funds*; Investment strategies; *Hedge Funds* industry; Transparency.

## AGRADECIMENTOS

Recordo, com clareza, as palavras proferidas pelo Professor José Carlos Dias, na aula de apresentação: “A partir deste momento, vão ficar a perceber que os dias passam a ter 24 horas, fora as noites”. Rapidamente lhes atribui significado... Longas foram as noites passadas a estudar ou na elaboração de trabalhos, muitas foram as horas que não passámos com a família e com os amigos. Já na reta final desta etapa académica, é impossível dá-la por concluída sem agradecer às pessoas que, pelo apoio e disponibilidade, pela sugestão de ideias, ou simplesmente por “estarem lá”, tiveram um papel fundamental para que tal fosse possível.

Começo por agradecer à Professora Ana Paula Quelhas, orientadora da dissertação, pelo magnífico apoio, acompanhamento e motivação, nos momentos em que esta já começava a faltar...

Ao João Antunes, colega de mestrado e grande amigo, pela enorme disponibilidade no esclarecimento de dúvidas e apresentação de críticas construtivas essenciais à elaboração deste trabalho.

À minha equipa de trabalho da Caixa Económica Montepio Geral – Departamento Regional Centro Sul, nas pessoas do Sr. Jorge Vala e do Dr. Rui Pedro, pela disponibilidade, carinho e compreensão que sempre me dedicaram, mesmo quando imperava a má disposição, conseqüente de noites mal dormidas, dedicadas à realização desta dissertação.

É claro, como não poderia deixar de ser, ao meu marido, Bruno Gaspar, pelo apoio, companheirismo e por sabiamente me ter dito no início deste desafio: “Talvez não seja a melhor altura, mas se é isso que queres, estou contigo”. E esteve, com um amor incondicional e uma paciência de Jó.

A todos, o meu muito obrigada!

## ÍNDICE

<b>RESUMO</b> .....	<b>3</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>4</b>
<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	<b>5</b>
<b>ÍNDICE</b> .....	<b>6</b>
<b>LISTA DE SIGLAS</b> .....	<b>8</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	<b>8</b>
<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	<b>9</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO 1</b> .....	<b>13</b>
<b>SURGIMENTO E CARATERIZAÇÃO DOS HEDGE FUNDS</b> .....	<b>13</b>
1.1 SURGIMENTO .....	13
1.2 CONCEITO .....	14
1.3 VANTAGENS.....	17
1.4 RISCOS ASSOCIADOS.....	19
1.5 <i>HEDGE FUNDS</i> VERSUS FUNDOS MOBILIÁRIOS .....	25
<b>CAPÍTULO 2</b> .....	<b>29</b>
<b>ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO E PERFIS DE INVESTIDOR</b> .....	<b>29</b>
2.1 ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO.....	29
2.2 TIPOS DE INVESTIDORES .....	34
<b>CAPÍTULO 3</b> .....	<b>42</b>
<b>A INDÚSTRIA DE HEDGE FUNDS</b> .....	<b>42</b>
3.1. CRESCIMENTO DA INDÚSTRIA .....	42
3.2 A INDÚSTRIA DE <i>HEDGE FUNDS</i> NA EUROPA.....	44
3.3 REGULAÇÃO DE <i>HEDGE FUNDS</i> .....	51
<b>CAPÍTULO 4</b> .....	<b>54</b>
<b>A TRANSPARÊNCIA NO CONTEXTO DOS <i>HEDGE FUNDS</i></b> - .....	<b>54</b>
<b>- CONFLITOS ENTRE GESTORES E INVESTIDORES</b> .....	<b>54</b>
4.1 ENQUADRAMENTO.....	54

4.2 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO .....	55
4.3 A TRANSPARÊNCIA E O RISCO OPERACIONAL .....	57
4.4 CONFLITOS GESTOR <i>VERSUS</i> INVESTIDOR .....	58
4.5 RECOMENDAÇÕES .....	61
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>63</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>65</b>
LIVROS, ARTIGOS E <i>WORKING PAPERS</i> .....	65
WEBGRAFIA .....	68
LEGISLAÇÃO.....	69

## LISTA DE SIGLAS

**AUM** – Assets Under Management

**BCE** - Banco Central Europeu

**BP** – Banco de Portugal

**CMVM** – Comissão de Mercados e Valores Mobiliários

**EU** – Europa

**EUA** – Estados Unidos da América

**FEI** – Fundos Especiais de Investimento

**GIPS** – Global International Performance Standards

**LTCM** – Long Term Capital Management

**RJOIC** – Regime Juridico dos Organismos de Investimento Coletivo

**UE** – União Europeia

**UP** – Unidade de Participação

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: <i>Hedge fund</i> Estilos de Gestão e Estratégias de Investimento .....	30
Figura 2: Número estimado de <i>hedge funds</i> entre 1990 e 2006 .....	43
Figura 3: Volume total de ativos sob gestão na indústria de <i>hedge funds</i> .....	44
Figura 4: Crescimento dos <i>hedge funds</i> domiciliados ou geridos na EU (\$Bn).....	45
Figura 5: Taxa de Falência de <i>HedgeFunds</i> – Estratégia .....	48
Figura 6: Investidores de <i>Hedge Funds</i> na Europa.....	49
Figura 7: <i>Hedge funds</i> europeus por estratégia e dimensão – dezembro de 2004.....	50

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Indústria de *hedge funds* por domiciliação e localização dos gestores.....47

Quadro 2: Taxa de Falência de *Hedge Funds* - Capital sob Gestão .....48

## INTRODUÇÃO

A existência de *hedge funds* remonta a meados do século XX, porém, este instrumento financeiro só viria a merecer o interesse mais aprofundado de académicos e de operadores já em final dos anos 90. Tal traduziu-se num histórico de resultados muito curto, dificultando, por vezes, a determinação de comportamentos no mercado.

No contexto das recentes crises financeiras, os *hedge funds* surgem como fundos de investimento que permitem a aplicação de um conjunto alargado de técnicas e estratégias de investimento, na perspetiva de obter um *absolute return* relacionado com a conjuntura económica ou com a própria evolução dos mercados financeiros.

Desde logo, o segmento dos *hedge funds* inclui uma grande diversidade de estratégias de investimento, com uma grande amplitude de objetivos risco/ retorno, todas com uma finalidade comum: a obtenção de retornos positivos, independentes da direção dos mercados financeiros.

Desta forma, o presente trabalho tem por base os seguintes objetivos:

- Apurar quais as vantagens e as desvantagens associadas a um investimento em *hedge funds*, comparativamente a um fundo de investimento tradicional, bem como identificar quais os principais fatores que os distinguem;
- Identificar os tipos de investidores e os perfis de risco adequados para este tipo de produto financeiro;
- Inferir qual o impacto do aumento da regulação, da divulgação de retornos e da transparência nas transações na indústria de *hedge funds*.

Neste sentido, a dissertação que agora se apresentada é composta por quatro capítulos, organizados do modo que de seguida se descreve.

No Capítulo 1, principiamos por apresentar uma breve contextualização histórica do aparecimento dos *hedge funds*. Apontam-se, também, algumas definições comumente empregues, o que permitirá verificar que não existe um conceito que

reúna o consenso geral por parte dos autores, dos especialistas e dos profissionais deste domínio.

Ainda neste capítulo, discutiremos as principais vantagens, bem como os riscos associados a este tipo de investimento. Seguidamente, considerou-se pertinente efetuar a comparação dos *hedge funds* com os fundos de investimento tradicionais. Para o efeito, tomou-se como base de comparação os objetivos, as estratégias de investimento, as fontes de retorno e a relação negocial detida.

No Capítulo 2, dada a grande variedade e complexidade associadas à indústria de *hedge funds*, às principais estratégias de investimento utilizadas neste domínio, bem como se identificam os tipos de investidores mais comuns neste segmento.

No Capítulo 3, propomo-nos conduzir uma breve análise ao crescimento da indústria nos últimos anos, em termos genéricos. Para além disso, procederemos à caracterização da indústria de *hedge funds* no contexto europeu. Para tanto, são identificados os locais de maior concentração de *hedge funds* – bem como dos respectivos gestores –, a sua dimensão e as principais taxas de insucesso, sendo estas últimas relacionadas com o volume de ativos sob gestão e com as estratégias de investimento conduzidas.

Ainda no Capítulo 3, é apresentada a atual regulação em vigor em Portugal, sendo também equacionadas as principais vulnerabilidades da regulação em vigor no espaço europeu.

No Capítulo 4, é analisado o conflito de interesses entre o gestor e o investidor de *hedge funds*, no que concerne à necessidade de aumento de transparência na divulgação de informações. Muito embora ambos concordem que tal é necessário, a definição do nível ótimo é controversa. Neste sentido, são apresentadas algumas consequências e recomendações associadas à divulgação total de informação.

Por fim, surgem as conclusões que o trabalho conduzido permitiu estabelecer, sendo ainda evidenciadas algumas pistas de investigação futura.

Importa, porém, referir que os objetivos apontados não correspondem aos inicialmente propostos aquando da realização do projecto de dissertação. Com efeito, apesar dos esforços desencadeados no sentido de encontrar dados que permitissem conduzir um trabalho de teor mais empírico, estes não se revelaram profícuos. Os contactos encetados, através da biblioteca do ISCAC, com organismos que se

encarregam da gestão de algumas bases de dados sublinharam o elevado custo inerente à obtenção deste tipo de elementos, bem como o sigilo que por vezes rodeia a sua divulgação.

Cientes dessas eventuais limitações, estamos em crer que o presente trabalho permitiu sistematizar todo um conjunto de informação, por vezes dispersa, relativa aos *hedge funds*, bem como discutir algumas das questões mais prementes que emergem neste domínio, mormente as que se prendem com as estratégias de investimento e com a divulgação e informação.

## CAPÍTULO 1

### SURGIMENTO E CARACTERIZAÇÃO DOS HEDGE FUNDS

#### 1.1 Surgimento

O primeiro *hedge fund* conhecido remonta a 1949, tendo sido criado por Alfred Winslow Jones e denominado A. W. Jones & Co. Com um montante que ascendia inicialmente a 100.000,00 dólares, este fundo dedicava-se a construir carteiras com posições longas em ações consideradas sobrevalorizadas combinadas com posições curtas em ações consideradas subvalorizadas.

O objetivo inerente a um fundo desta natureza era o de efetuar uma cobertura do risco da carteira – razão pela qual este tipo de fundos se designam por “fundos de cobertura” - face aos movimentos de mercado, auferindo ainda de uma comissão de incentivo (*performance fee*). Desta forma, era possível, além de isolar o risco sistémico dos mercados, maximizar as fontes de retorno específicas de cada investimento.

Apesar das suas origens remotas, o interesse por este tipo de instrumento por parte da literatura financeira apenas surgiu em finais dos anos noventa do século XX. Com efeito, durante largo tempo, os *hedge funds* foram perspetivados como fundos de elevado risco, altamente especulativos e apenas acessíveis a grandes fortunas. Para esse fato contribuíram a falta de transparência da indústria até há relativamente pouco tempo, a ausência de regulamentação na maioria dos países (exceção feita aos EUA) e as consequências do colapso da Long Term Capital Management (LTCM)<sup>1</sup> durante a crise dos mercados globais em 1998.

Artigos divulgados pela imprensa financeira, à data pouco especializada nesta questão, vieram distorcer ainda mais a imagem associada a este tipo de aplicação. Esta

---

<sup>1</sup>Long-Term Capital Management L.P. (LTCM) foi uma sociedade gestora de *hedge funds*, que utilizando estratégias de absolute-return trading (que discutiremos adiante), combinadas com elevados níveis de alavancagem. Colapsaria, porém, em finais dos anos noventa do séc. XX.

realidade tem vindo, porém, a ser alterada, fruto do aumento de informação disponibilizada aos investidores.

Hoje em dia os *hedge funds* são reconhecidos como veículos alternativos de investimento, já que permitem uma grande flexibilidade ao nível da gestão, sendo esta consolidada pelas políticas, pelos instrumentos e pelas técnicas de investimento a que recorre. Neste sentido, e de acordo com Jaeger (2003), este tipo de instrumento financeiro tem como objetivo a obtenção de rentabilidade não correlacionada com o comportamento dos índices gerais de mercado.

## 1.2 Conceito

Uma vez realizada a revisão de literatura disponível neste domínio, tornou-se evidente a grande dificuldade em encontrar uma definição que reúna o consenso dos especialistas da área no que concerne ao conceito de *Hedge Fund*.

Começando pelo próprio termo «*Hedge Fund*», verificamos, desde logo, que o mesmo conduz a uma noção enganadora do tipo de produto a que efetivamente diz respeito. Tal sucede porque, por norma o conceito de «*Hedging*» - ou de «cobertura» - se encontra geralmente associado a técnicas de investimento que visam, sobretudo eliminar, ou reduzir significativamente determinados riscos associados a uma carteira de ativos, o que na realidade nem sempre se observa. Tem-se por um lado, alguns fundos que se encontram imunizados contra um determinado tipo de riscos; enquanto isso, outros expõem-se (amplificam) consideravelmente a esses mesmos riscos. Ambos os tipos prosseguem, todavia, estratégias assentes em dois fatores essenciais: forte especialização (daí a sua grande diversidade) e rigorosa gestão do risco.

Desta sorte, embora não exista uma definição unanime para o conceito de *hedge fund*, associam-se a este tipo de produto três características fundamentais:

- Em regra, prosseguem uma estratégia de gestão ativa;
- Por norma não recorrem a publicidade
- São geridas por uma organização privada

Nesse sentido, entre a profusão de definições existentes, elegemos a que consta do “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long- Term Capital Management” – *Report of The US President’s Working Group on Financial Markets* (1999, p.10), onde se entende que os *hedge funds* são «veículos de investimentos coletivo, organizados de modo privado, administrados por gestores profissionais e que não se encontram abertamente disponíveis ao público».

Atendendo, de novo, a Jaeger (2003, p.10), é possível ainda definir um *hedge fund* como sendo um «fundo de gestão ativa que tem como objetivo a obtenção de um retorno absoluto atrativo. Na busca desse objetivo, é utilizada uma vasta variedade de estratégias e ferramentas de investimento. Os *hedge funds* são concebidos para um número reduzido de grandes investidores, ao mesmo tempo que o gestor recebe uma percentagem dos lucros obtidos pelo fundo».

A este propósito, J. M. Quelhas (2012, p. 450) acrescenta ainda que “A expressão *hedge funds* não representa uma figura homogénea, legalmente definida, nem significa um instrumento financeiro padronizado e pré-estruturado. Pelo contrário, os *hedge funds* constituem instrumentos financeiros heterogéneos, tendencialmente desregulados, mutáveis e compósitos; com efeito, sob a expressão *hedge funds* caem várias combinações alternativas de instrumentos financeiros, caracterizadas pela liberdade de estruturação, pela versatilidade de gestão e pela alterabilidade de composição”.

Os *hedge funds* podem, assim, ser caracterizados como um veículo que incorpora o capital de um reduzido número de investidores (individuais ou institucionais), sob a gestão de um único gestor ou de uma pequena equipa de gestão. São muitas vezes sediados em paraísos fiscais *offshore* para fugir às exigências de reporte impostas pelos reguladores; uma das razões é justamente o possível recurso a estratégias de investimento que os fundos de investimento tradicionais, fortemente regulamentados, não podem utilizar, proporcionando assim uma maior autonomia de gestão.

Apesar da dificuldade em encontrar uma definição de susceptível de consenso, é comumente defendido pelos autores que, apesar da diversidade de estratégias de investimento prosseguidas no âmbito dos *hedge funds*, existe uma particularidade

comum a todas elas: a obtenção de retornos positivos, independentemente do comportamento dos mercados.

Nestes termos, tomando o entendimento de Razina e Silva (2002, p. 187) é possível, identificar as seguintes características específicas inerentes a este tipo de produto de investimento:

- Possibilidade de serem intensivamente utilizados, com fins especulativos, instrumentos financeiros derivados;
- Inexistência de restrições à contração de empréstimos e à realização de operações de *short-selling*;
- Possibilidade de Alavancagem (*leverage*) de património.

Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999, p. 833), apontam, ainda as seguintes características adicionais relativas aos *hedge funds*:

- Prossecução de estratégias de investimento muito flexíveis;
- Gestão conduzida no seio de estruturas organizacionais não regulamentadas;
- Destinado a investidores relativamente sofisticados;
- Associado a elevados montantes de investimento e comissões de gestão/*performance*.

As especificidades apontadas permitem concluir acerca da opacidade que se associa a este produto financeiro. Esta opacidade, associada à ausência de padrões de desempenho, dificulta a formulação de expectativas relativas ao seu retorno. Esta limitação surge acentuada pela dificuldade em ponderar adequadamente o peso dos *hedge funds* na composição dos *portfólios*, bem como estabelecer níveis adequados de exposição ao risco.

Em jeito de síntese, poderemos afirmar que os *hedge funds* correspondem a fundos de investimento que têm como finalidade a obtenção de maior rentabilidade possível (positiva), mobilizando para o efeito, todas as possibilidades de investimento ao alcance do gestor, sem quaisquer limites no que concerne a *leverage*, *shot-selling* ou outras estratégias de *hedging*. Recorrem aos mais variados instrumentos e técnicas de mercado,

com intuito de redução de risco (volatilidade), ao mesmo tempo que visa um *absolute return*, independente do comportamento dos mercados. Destarte, estamos em presença de fundos relativamente complexos e mais adequados a investidores classificados como profissionais ou com elevado património.

Por fim, cumpre referir que, entre nós, o artigo 49º do Regulamento 15/2003, da Comissão de Mercado e Valores Mobiliários, classifica este tipo de fundos como «não harmonizados», dado que não cumprem a diretiva 85/611/CE, de 20 de Outubro de 1985. Por este motivo, não podem ser comercializados sem restrições no espaço comunitário.

### 1.3 Vantagens

As principais vantagens de investimento em *hedge funds* consubstanciam-se, grosso modo, na flexibilidade que lhes está associada, relativamente a às opções de investimento, estratégias, ou técnicas prosseguidas, principalmente se compararmos com a situação que prevalece no âmbito dos tradicionais fundos de investimento. Ao contrário do que sucede nos *hedge funds*, estes últimos, estão limitados quanto à utilização de *short-selling*, *leverage*, bem como, ao nível de concentração de investimentos e à utilização de derivados.

É possível no entanto identificar alguns fatores de diferenciação, que conferem aos *hedge funds* especial vantagem face aos tradicionais fundos mobiliários, os quais passamos a mencionar.

#### 1.3.1 Diversificação de *portfolio*

Inclusão de *hedge funds* numa carteira de investimento, permite reduzir o risco e volatilidade da carteira, assim como aumentar os retornos obtidos. Estudos conduzidos, em 2005, pelo Banco Central Europeu<sup>2</sup>do Banco Central Europeu (2005),

---

<sup>2</sup>Cfr. Garbaravicious e Dierick (2005)

demonstram que a correlação entre *hedge funds* e fundos tradicionais de investimento é baixa, ou por vezes, negativa.

### 1.3.2 Retornos Positivos e não correlacionados

No longo prazo, as soluções de investimento em *hedge funds*, atenuam os tradicionais ciclos de mercado, bem como o momento ótimos de compra/ venda de títulos. Neste sentido, Cappocci, Corhay e Georges (2003) demonstram que o investimento em *hedge funds* permite a obtenção de retornos positivos em cenários *bear market*<sup>3</sup>.

### 1.3.3 Menor volatilidade nos retornos

Em muitos casos este tipo de investimento permite a redução de risco/ aumento da proteção de capital investido.

### 1.3.4 Gestores mais qualificados

A elevada *performance* apresentada por este tipo de instrumento financeiro, depende em grande medida, do desempenho do gestor que lhe está afeto. Dada a grande complexidade deste tipo de produto, é exigido ao gestor um elevado nível de experiência/qualificação, a repercutir no nível de eficiência atingido.

---

<sup>3</sup>Sobre o conceito de *bear market*, cfr. Neves e Quelhas (2013, pp. 228-229).

### 1.3.5 Incentivos de desempenho

Associado ao investimento em *hedge funds*, encontra-se, normalmente, a distribuição de *fees* altamente atrativas e motivadoras ao respetivo gestor. Alguns autores defendem que o desempenho de fundos desta natureza não está associado ao retorno dos mercados subjacentes, mas sim à tomada de decisões que advém da motivação do gestor, a qual potencia a sua capacidade na administração do fundo.

Este incentivo ao desempenho, diz respeito a uma parcela na remuneração do gestor, atribuída apenas quando o retorno da carteira de investimento é positivo. Esta parcela subdivide-se em duas componentes: uma de caráter fixo: *fee* de gestão (1,5 a 2% do valor total do investimento); outra de caráter variável também conhecida por *fee* de performance (aproximadamente 20% do retorno obtido).

## 1.4 Riscos Associados

A análise e classificação dos riscos associados a este tipo de investimento – ainda que não assumam um caráter redutor e definitivo, dada a própria flexibilidade subjacente aos *hedge funds* -, assumem especial importância na medida em que permitem a antecipação de possíveis perdas, a redução de fraudes ou outras possíveis ocorrências. Assim, tal como sucede em outros produtos financeiros, repartiremos os riscos associados aos *hedge funds* entre **riscos genéricos** e **riscos específicos**.

### 1.4.1 Riscos Genéricos

À semelhança de outros fundos especiais de investimento FEI, os *hedge funds* são considerados como sendo um fundo de elevado risco, os quais assumem um investimento noutros fundos de carácter altamente especulativo. Por norma, os seus retornos não estão correlacionados com os de retornos obtidos nos mercados

tradicionais de ações ou de obrigações, o que se traduz por vezes em perdas em momentos de valorização no mercado tradicional e ganhos nos cenários contrários.

Assim, é possível identificar os seguintes riscos no âmbito de um investimento em *hedge funds*:

### **1) Risco de Perda de Capital / ausência de garantia de rendibilidade**

Não existe qualquer garantia para o investidor relativamente à preservação do capital investido ou de rendibilidade futura. Porém, este risco poderá ser colmatado através da prossecução de uma política de diversificação, tanto ao nível da composição de *portfolio* como em termos das próprias entidades gestoras.

### **2) Menor Proteção dos Investidores**

A existência de *hedge funds* sediados em zonas geográficas onde a regulamentação é fraca ou inexistente, traduz-se, em termos práticos, na ausência de qualquer supervisão por parte de entidades competentes e na menor proteção de investidores, mormente através da falta de controlo sobre as atividades dos gestores desses fundos, da falta de supervisão prudencial e monitorização de riscos potenciais (evolução adversa do mercado poderá implicar grandes perdas para os investidores / mercados em geral) e na impossibilidade de prevenir fraudes e outros atos ilícitos;

### **3) Instrumentos e Técnicas Financeiras Complexas**

Os *hedge funds* distinguem-se por aplicar estratégias de investimento muito específicas nos mercados financeiros, utilizando instrumentos e técnicas financeiras pouco acessíveis aos investidores individuais. É frequente, por exemplo, através da

alavancagem das posições assumidas ampliar os ganhos ou as perdas em cenários adversos. Deste modo, qualquer que seja o resultado obtido, este será fortemente intensificado.

O recurso a alavancagem é possível através de:

- Obtenção de empréstimos junto de instituições de crédito para aquisição de instrumentos financeiros;
- Utilização de Instrumentos Derivados;
- Recurso a vendas a descoberto, as quais possibilitam retornos positivos em cenários de desvalorização dos mercados e negativos, nos cenários inversos.

#### **4) Liquidez Reduzida**

Os fundos especiais de investimento apresentam, por norma uma liquidez reduzida, consubstanciada pela dificuldade de na desmobilização da aplicação em qualquer momento.

#### **5) Desfasamento do valor da unidade de participação, UP, face ao valor efetivo de mercado**

A reduzida liquidez associada a este tipo de fundo, bem como a sua complexa avaliação e não admissão à negociação em bolsa, determinam que o valor da unidade de participação apurado e utilizado para efeitos de subscrição e de resgate pelos participantes possa comportar algum desfasamento face ao efetivo valor de mercado.

### 1.4.2 Riscos Específicos

Além dos riscos genéricos acima referenciados, é possível identificar os seguintes riscos específicos:

#### 1) Risco Cambial

Verifica-se, com elevada frequência, que a maioria dos *portfolios* se encontra diversificada em termos internacionais, pelo que o investidor se depara com a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes das flutuações da taxa de câmbio das moedas dos países onde os retornos dessas carteiras são gerados.

De acordo com Neves e Quelhas (2013, pp. 33-35), o risco cambial pode ser entendido como “o risco em que um operador financeiro incorre por deter ativos/passivos em moeda estrangeira (...), trata-se do risco proveniente da possibilidade de taxas de câmbio afetarem o valor do investimento, tanto direta como indiretamente”.

Nesse sentido, Neves e Quelhas (2013, pp. 33-35) sugerem ainda que, numa carteira de investimento, este tipo de risco poderá ser coberto “através de adequação da estrutura das maturidades das aplicações e das responsabilidades – isto é, através do *matching* dos *cash-flows* – em cada uma das moedas consideradas ou compensando as posições detidas no mercado à vista com a contratação de posições no mercado a prazo”.

Para o efeito, são com frequência utilizados produtos financeiros derivados, tais como *forwards* de taxas de câmbio que envolvem custos significativos e por conseguinte, poderão por em causa a efetivação do investimento. De forma a reduzir os referidos custos, em termos práticos, é frequente a tomada de uma solução intermédia, isto é, a cobertura de apenas uma parcela do risco de câmbio.

## 2) Risco de Mercado e Risco Operacional

Black (2007b) considera o risco de mercado, a par do risco operacional, como sendo um dos principais responsáveis pela falência de um fundo. Este tipo de risco decorre das perdas observadas no valor dos ativos, em resultado do valor das posições assumidas no mercado. Estas perdas podem ocorrer num horizonte temporal curto, caso esteja inerente à volatilidade do mercado, ou em outras circunstâncias, por um período de tempo mais longo, quando associado a alterações das condições de mercado ou falhas na estratégia de investimento do fundo<sup>4</sup>. A perda de ativos num *hedge fund* poderá também dever-se a riscos de natureza operacional. Kundro e Feffer (2004) estimam de 54% das falências observadas em *hedge funds* podem ser atribuídas, pelo menos parcialmente, a este tipo de risco. Destas ocorrências, 6% foram devidas a insuficiência de recursos, 14% a negociações não autorizadas e *style drift*<sup>5</sup>, 30% ao roubo de ativos de investidores, 41% face à deturpação de investimentos e divulgação de desempenho, os restantes 8% foram atribuídos ao risco de negócio/ outras combinações de diferentes tipos de risco.

Neste domínio, de acordo com Black (2007b) a combinação do roubo de ativos com a divulgação de relatórios fraudulentos, concernentes à composição do portfólio, aos retornos obtidos e aos riscos associados, é responsável por tantas falências de fundos como os riscos de mercado isoladamente.

Do exposto, resulta a evidente necessidade de um sistema adequado de deteção de risco, que permita a identificação e medição atempada dos diversos fatores de risco e, bem assim, mitigar as suas consequências.

No caso de risco de mercado, uma antecipação clara e atempada, poderá permitir ao gestor reduzir a sua exposição / posição num portfólio, antes de ocorrerem perdas. Dada a grande volatilidade associada a este tipo de mercados financeiros, ainda que se antecipe o risco, poderá não ser possível uma reação eficaz, causando perdas significativas, principalmente em situações de crise.

---

<sup>4</sup> Discutiremos adiante as diversas estratégias de investimento observadas no âmbito dos *hedge funds*.

<sup>5</sup> Situação em que a estratégia de investimento ou objetivo é alterada face ao inicialmente previsto.

Já no que concerne aos riscos operacionais, a reação dos investidores poderá ser mais lenta. Todavia, uma atitude atenta por parte do investidor permitirá efetuar o resgate dos montantes investidos, com retorno investido, meses ou anos antes do mesmo fechar.

### **3) Risco do país**

Neste domínio, Neves e Quelhas (2013, p65) referem que «o risco do país traduz, em termos genéricos, a medida em que as transformações económicas, sociais e políticas que se observem nesse país se venham a repercutir no valor dos ativos nacionais detidos por empresas ou por indivíduos estrangeiros, bem como no montante das mais-valias a realizar, dos dividendos a receber ou dos *royalties* associados ao investimento».

A análise deste tipo de risco, assume especial importância no contexto de *hedge funds* dado que se tratam muitas vezes de fundos com capital aplicado internacionalmente e com um forte nível de globalização, conforme teremos oportunidade de verificar adiante.

### **4) Risco de Crédito**

Trata-se a grosso modo, da probabilidade de uma empresa que emite instrumentos de dívida não pagar os juros devidos ou reembolsar o capital aplicado, citando mais uma vez Neves e Quelhas (2013, pp. 31-33), «o risco de crédito advém da eventualidade de uma das partes não honrar os seus compromissos, daí resultando uma quebra no recebimento de recursos».

## 1.5 *Hedge Funds* versus Fundos Mobiliários

Os *hedge funds* representam no mercado financeiro uma forma de investimento totalmente distinta de todas as outras, a sua liberdade na composição da carteira, os seus objetivos de investimento, estratégias utilizadas, cultura, liquidez, relação gestor / investidor e os incentivos financeiros, contrastam fortemente com as características associadas aos fundos mobiliários tradicionais.

Os *hedge funds* enfatizam o retorno absoluto (por oposição ao retorno relativo), recorrendo para o efeito às mais diversas técnicas de investimento, como *leverage*, *short-selling*, opções, futuros, ou outras estratégias de *hedging*. Tal como já referido anteriormente, os *hedge funds* destinam-se a um pequeno número de grandes investidores e proporcionam grandes incentivos financeiros aos respetivos gestores.

Enquanto isso, fundos mobiliários assumem-se como produto de investimento mais conservador, propícios a investimentos de baixo montante, sendo, para além disso, pouco frequente os *incentive fees*, para os gestores de carteira. De acordo com Ackermann, McEnallye Ravenscraft (1999), quando existe este tipo de incentivo financeiro, o mesmo é calculado em função do tamanho do fundo e *performance* obtida.

### 1.5.1 Objetivos

No longo prazo, grosso modo, quer os *hedge funds*, quer os fundos mútuos partilham o mesmo objetivo: crescimento de capital, através de um retorno que ultrapasse a taxa de inflação durante o período de investimento. Todavia, a perspetiva com que é encarado esse crescimento de capital, difere em ambos tipos de com que é encarado esse crescimento de capital, difere em ambos os tipos de investimento: enquanto os *hedge funds* visam um retorno absoluto, os tradicionais fundos de investimento visam o retorno relativo.

### 1) Retorno relativo

Na sua essência, os fundos de investimento tradicionais, têm como principal objetivo “bater” o mercado, ou seja, por um lado, ultrapassar a rentabilidade subjacente a um determinado *benchmark*, por outro, a rentabilidade obtida pelos gestores concorrentes que partilham a mesma categoria estratégica.

Não descurando a finalidade de obter um retorno positivo, a principal preocupação deste tipo de investimento centra-se em obter um retorno superior ao *benchmark*, ou gestor concorrente. Tal significa que se o índice subjacente fechar por exemplo com uma queda de 10% e o fundo em referência com 8%, ainda que se mantenha um prejuízo, a sua *performance* foi superior à do mercado.

### 2) Retorno absoluto

Trata-se de uma das principais características diferenciadoras deste tipo de investimento, na medida em que os gestores associados a este tipo de produto só recebem *incentive fees*, se o retorno obtido for absoluto, isto é, se for verdadeiramente positivo. Deste modo, a preocupação do gestor não será a de “bater” o mercado, dado que, na maioria dos casos, a *performance* dos *hedge funds* não se encontra correlacionada com a direção do mercado.

## 1.5.2 Estratégias de Investimento

O princípio básico de investimento de fundos mútuos, consiste na aposta em ativos que possam bater a *performance* do *benchmark* da concorrência. Confrontam-se, porém com fortes limitações no que se reporta aos mecanismos de regulação que lhes são aplicados.

O rigor exigido ao nível da elaboração de prospectos informativos – por forma a informar o investidor relativamente a operações mais arriscadas -, bem como as limitações ao nível do recurso ao *short-selling*, a estratégias de *leverage*, à concentração dos investimentos e instrumentos derivados, constituem alguns desses aspetos.

Por oposição, os *hedge funds*, como já referido anteriormente, têm associada total liberdade na aplicação de estratégias de investimento, o que não se traduz necessariamente um aumento de risco por ausência ou fragilidade da regulação. No entendimento de Jaeger (2003) o risco associado a um *hedge fund* está intrinsecamente ligado à competência e tolerância ao risco do indivíduo/ ou grupo de indivíduos que gere o fundo.

### 1.5.3 Fontes de Retorno e Risco

De novo atendendo a Jaeger (2003, p. 5), num fundo mútuo, «o retorno é obtido em função de três fatores essenciais: *performance* do mercado em que o gestor investe, *performance* da estratégia aplicada e por ultimo, a competência do gestor», assumindo no entanto a *performance* de mercado especial importância.

No caso dos *hedge funds*, as fontes de risco e retorno não se colocam no mercado (dado que têm total liberdade para adoção de posições curtas ou longas), decorrendo antes da *performance* da estratégia e na competência do gestor.

### 1.5.4 Relação Negocial

A relação negocial detida entre o investidor e o gestor do fundo, é por si só, fator de distinção entre os *hedge funds* e os fundos de investimento mútuos.

Nos fundos de investimento tradicionais, a relação existente entre o investidor e o gestor do fundo é meramente comercial, na medida em que o investidor contrata o

gestor apenas para gerir o seu investimento de modo profissionalizado, podendo não existir qualquer participação deste último em termos do património do fundo.

Enquanto isso, nos *hedge funds*, a relação investidor / gestor não se limita à vertente meramente comercial. O investidor não contrata somente o gestor, ambos coexistem, por vezes como parceiros, investindo em situações que o gestor considera atrativas. Subjacente a este tipo de investimento, está a premissa de que «*um bom cozinheiro prova sempre a sua comida*», por analogia, um bom gestor deve ter parte dos seus investimentos afetos ao fundo que gere.

Além dos vetores referidos anteriormente, os *hedge funds* distinguem-se ainda dos fundos tradicionais de investimento no que concerne à liquidez que lhes está associada (tal como já referido, os fundos mútuos têm – por norma – uma liquidez francamente superior à de um *hedge fund*) e aos incentivos de *performance* (nos *hedge funds*, os incentivos baseiam-se na performance quer dos ativos, quer do gestor, por oposição aos fundos mútuos em que o incentivo é apenas atribuído com base na *performance* do ativo subjacente).

Apesar dos *hedge funds* conduzirem, em regra, a retornos mais elevados quando comparados com os obtidos pelos fundos mobiliários tradicionais, Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999) consideram que muitas vezes este tipo de investimento não consegue “bater” o mercado quando são utilizadas estratégias de retorno absoluto, ao serem comparados com os índices de mercado *standard*, o resultado obtido dependerá, essencialmente, do horizonte temporal do investimento, do índice usado como *benchmark* da categoria do *hedge fund*.

## CAPÍTULO 2

### ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO E PERFIS DE INVESTIDOR

#### 2.1 Estratégias de Investimento

Se na indústria tradicional de fundos de investimento encontramos uma grande diversidade de estratégias e de perfis de risco / retorno, desde o mais conservador fundo de tesouraria ao mais agressivo fundo de ações em mercados emergentes, o leque revela-se ainda mais extenso no contexto de *hedge funds*. A título de exemplo, refira-se que da mesma forma que se distinguimos entre um fundo de obrigações de dívida pública e um fundo de ações de tecnologia, há que saber distinguir entre um fundo focado em arbitragem de taxas de juro e um fundo orientado para apostas direcionais em moedas e em *commodities*.

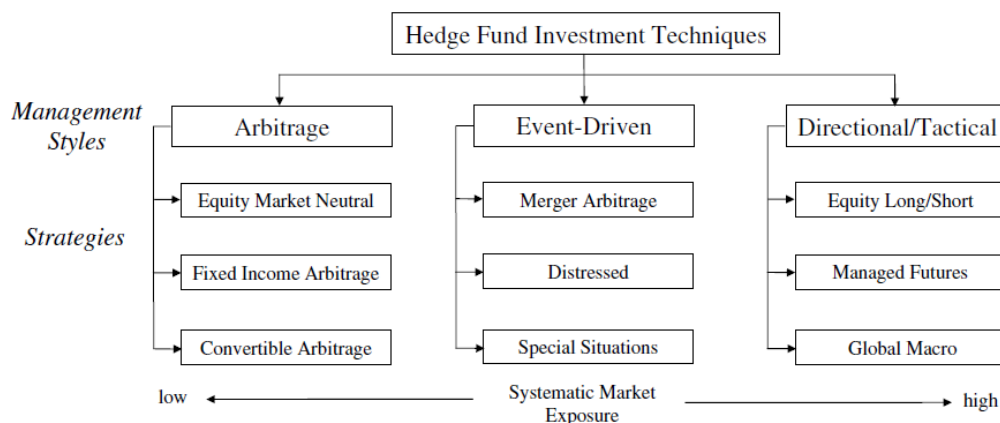
De acordo com Fuss, Kaiser e Adams (2007), as estratégias de investimento utilizadas por *hedge funds*, tendem a ser bastante diferentes face às utilizadas pelos fundos mobiliários, isto porque, basicamente cada *hedge fund* tem a sua estratégia ótima, o que conduz a uma classe muito heterogénea de ativos subjacentes.

Por seu turno, tendo por base a exposição ao risco de mercado, conjugada com três estilos de gestão (*Arbitrage*, *Event-Driven* e *Directional / Trading*), Ineichen (2003), agrupa as seguintes estratégias de investimento<sup>6</sup>:

---

<sup>6</sup> Retirado de Fuss, Kaiser e Adams (2007, pg. 4,5)

Figural: *Hedge funds*: Estilos de Gestão e Estratégias de Investimento



Assim, é possível identificar as seguintes estratégias e sub-estratégias, no âmbito do investimento em *hedge funds*:

### 2.1.1 Arbitrage (Market Neutral, Non-Directional ou Relative Value)

Incluem-se nesta categoria as estratégias de investimento desenvolvidas com base em técnicas de arbitragem em segmentos de mercado específicos (ações, obrigações, títulos convertíveis, empréstimos hipotecários e outros), as quais, simultaneamente, retiram partido de ineficiências de preços e imunizam o risco de mercado através do balanceamento das posições longas e curtas. Tendo em mente, que este tipo de estratégia, não segue obrigatoriamente a direção dos mercados, o retorno obtido é pouco influenciado pela evolução dos mesmos, denota-se uma fraca correlação com os índices tradicionais.

Podemos ainda, identificar três sub-estratégias, as quais resultam, essencialmente das classes de ativos presentes, a saber:

- *Equity Market – Neutral*

A carteira de investimento é composta exatamente pelo mesmo montante de posições curtas e longas em determinadas ações. As posições longas são tomadas em

ações em que é expeável um retorno superior ao do mercado; por conseguinte, as posições curtas são tomadas em ações relativamente às quais se prevê um retorno menor.

Esta estratégia permite imunizar a carteira do risco sistémico dos mercados, beneficiando o gestor das vantagens inerentes ao risco específico de cada acção (caso se confirmem as suas expectativas).

- *Fixed – Income Arbitrage*

Consiste na tomada de posições longas e curtas em ativos de rendimento fixo cujo preço se encontra historicamente correlacionado, mas em que o arbitragista antecipa virem a suceder alterações nessa correlação. Os ganhos de arbitragem são geralmente amplificados pela utilização de *leverage*, uma vez que as alterações de correlação são, em regra, muito reduzidas.

- *Convertible Arbitrage*

Estratégia em que o gestor combina posições longas em obrigações convertíveis em ações com posições curtas nas respetivas ações. Os ganhos de arbitragem resultam do facto do preço das obrigações convertíveis cair de forma menos intensa do que o da ação (na medida em que se tratam de instrumentos híbridos, por assumirem, simultaneamente características duma obrigação e ação).

### 2.1.2 Event – Driven Strategies

Neste segundo tipo de estratégias, o gestor prevê a ocorrência (ou não) de determinados acontecimentos corporativos (sejam exemplo, fusões de empresas, processos de reorganização, falências, etc.), os quais podem influenciar as cotações dos valores mobiliários a que estão associados. Estas estratégias de investimento não são afetadas pela evolução dos mercados financeiros, estando, por isso, pouco correlacionadas com os índices tradicionais. Os ganhos / perdas ocorrem mediante a concretização (ou não) das expectativas do gestor.

Neste tipo de estratégia podemos atender a três sub-tipos:

- *Merger Arbitrage*:

Consiste na assunção de posições longas em ações de empresas que estejam a ser alvo de aquisição ou de fusão e, de posições curtas em ações das respetivas empresas adquirentes.

Obter-se-ão ganhos em duas circunstâncias: *i*) quando as ações da empresa adquirida valorizarem; *ii*) quando as ações da empresa posição dominante no dito “evento corporativo” se desvalorizem.

- *Distressed Securities*:

Estratégia que se sustenta no investimento em ativos de empresas em situação económico-financeira frágil. Os eventuais ganhos associados a esta estratégia surgirão na eventualidade de as ações que foram adquiridas a desconto se valorizarem em função da reorganização ou da recuperação das empresas, em virtude da pressão vendedora que existe nestes casos.

- *Special Situations*

Dizem respeito a situações de investimento em que se visa tirar partido de eventos *spin-offs*, reestruturações de empresas, aquisições hostis ou fusões. Permite a compra simultânea de ações da empresa adquirida, ou a venda de ações por parte da adquirente. O retorno positivo corresponderá ao *spread* entre o preço atual de mercado e o valor da empresa no momento final da compra.

### 2.1.3 Directional/ Tactical

Trata-se de um tipo de estratégia assente em operações de natureza especulativa, de acordo com as flutuações do mercado cambial, *commodities*, de ações e de taxas de juro. Normalmente o investimento tem um horizonte temporal curto e, dado o elevado nível de liquidez associado, esse investimento pode ser facilmente revertido, caso a visão do investidor face ao mercado for alterada. Em suma, visa antecipar movimentos

de mercado tirando partido de sobreavaliações ou subavaliações de ativos. Este é o tipo de estratégia mais volátil em termos de resultados, porque combina posições direcionais e *leverage*, com o objetivo de maximizar retornos.

Em função do tipo de comportamento assumido no mercado, bem como do processo de investimento adotado, é possível identificar as seguintes sub-estratégias:

- Equity Long/ Short

Dependendo do movimento de mercado que se pretende antecipar, consiste na combinação de posições longas e curtas no que concerne à exposição de capital. Geralmente, está associada a mercados acionistas, podendo, no entanto, ser desenvolvida em outros mercados (por exemplo, no mercado de taxas de juro). Tem como principal objetivo maximizar as fontes específicas de retorno e minimizar o risco sistémico.

Apesar de fácil compreensão, é das estratégias mais difíceis, dado o seu teor altamente especulativo. A tomada de decisão por parte do gestor do fundo poderá, no entanto, sustentar-se tanto na análise técnica<sup>7</sup>, como na análise fundamental<sup>8</sup>.

De acordo com o tipo exposição global aos mercados acionistas, é possível identificar quatro vertentes no âmbito desta sub-estratégia:

- Long bias - exposição longa aos mercados accionistas;
- Short bias - exposição curta aos mercados accionistas;
- Opportunistic - alternância entre exposições curtas e longas, em função da visão dos mercados;

---

<sup>7</sup> Cfr. Neves e Quelhas (2013, pp. 150 e ss). De acordo com as autoras, a análise técnica «sustenta-se na informação histórica das cotações e tem como propósito fundamental a extração de sinais sobre o comportamento futuro das mesmas. A análise técnica parte, assim, da convicção de que os movimentos no mercado obedecem a padrões recorrentes» a este respeito, as mesmas autoras acrescentam ainda que «Em termos instrumentais, a análise técnica assenta na construção de gráficos, a partir das séries temporais das cotações».

<sup>8</sup> Cfr. Neves e Quelhas (2013, pp. 150 e ss). De onde se retira que «A análise fundamental corresponde ao estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, tendo em vista o apuramento do seu preço justo».

- No bias - exposição aos mercados accionistas é neutralizada.
- Global Macro

Este tipo de estratégia tem por base uma análise macroeconómica de vários países, por norma utilizando o método *top-down*<sup>9</sup>.

A obtenção de lucro prende-se com a antecipação de alterações na economia mundial que possam influenciar por exemplo, taxas de juro, câmbios, o valor das ações e mercados de títulos em geral.

- Managed Futures

Consiste na assunção de posições curtas e longas em contratos de futuros, numa escala mundial. Assemelha-se à estratégia *global macro*, na medida em que ambas são direcionais e investem em futuros à escala global. A principal diferença a apontar prende-se pelo fato de as decisões tomadas na estratégia de *managed futures*, terem por base um *software* que decide e executa automaticamente o investimento, remetendo o papel do gestor ao reajustamento dos parâmetros informáticos.

Um estudo efetuado por Kat (2004) demonstra que a inclusão deste tipo de estratégia numa carteira de investimento convencional de ações e/ou obrigações, permite um decréscimo significativo do risco global relativamente a outras estratégias de cobertura de risco.

## 2.2 Tipos de Investidores

A indústria de *hedge funds* é constituída por vários tipos de investidores, sendo que, na sua essência dividem-se em dois tipos de segmentos: particulares e institucionais. Distinguem-se entre si sobretudo ao nível das motivações, tolerância ao risco, horizontes temporais de investimento, dos objetivos e restrições de investimento, bem como ao nível do património associado. A conjugação destes fatores dá origem a

---

<sup>9</sup> Consiste na fragmentação de um sistema em subsistemas. Numa primeira fase é efetuada 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.

vários tipos de carteiras de investimento, por forma a corresponder às diferentes necessidades e perfis.

Um outro fator que contribui para a diferenciação entre as duas classes de investidores é que se reporta à carga fiscal a que cada um está sujeito. O investimento neste tipo de instrumentos financeiros surge, muitas vezes como veículo de fuga à tributação, facilitado pela vasta oferta de *hedge funds* em *off-shore*.

### 2.2.1 Investidores Particulares

Jaeger (2003, p. 34) identifica investidores individuais como "pessoas reais", geralmente com bastantes recursos e que compõe o chamado mercado de alto património. Numa fase inicial, os particulares foram os grandes impulsionadores do desenvolvimento deste mercado, que só mais tarde viria a despertar a atenção de investidores institucionais.

No âmbito dos investidores individuais, pondera a heterogeneidade, pelo que são realizados diversos estudos no intuito de procurar desenvolver políticas de marketing, de investimento e fiscais, adequadas às especificidades dos vários tipos de investidores particulares.

Esta heterogeneidade, manifesta-se também nos interesses e motivações desta classe de investidores. Ao contrário do que poderia ser expectável, o entendimento relativamente a retornos, à volatilidade e à carga fiscal difere muito em função das características individuais.

O segmento de investidores particulares divide-se em quatro grupos principais:

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

Os *High-Net-Worth Individuals* - ou investidores qualificados - dizem respeito a indivíduos com elevado património líquido, e por conseguinte, alvo de uma elevada taxa de tributação neste tipo de investimento. Dado os avultados montantes investidos,

poderá parecer paradoxal a preferência por este tipo de produto; no entanto, essa opção compreende-se facilmente se atendermos à crença na diluição do efeito negativo da tributação pelos altos retornos obtidos e baixa volatilidade.

Assim as expectativas deste tipo de investidores baseiam-se, sobretudo, nos seguintes pontos:

- Maior rentabilidade esperada;
- Menor volatilidade
- Menor correlação entre ativos já em carteira

### 2) *Semiaffluent Investors ou Nearly Affluent*

Este grupo de investidores é comumente apelidado de “quase ricos”, uma vez que, embora as suas motivações se assemelhem às do grupo anterior, apresentam um património inferior. Os seus investimentos são efetuados em fundos já registados, não apresentando capacidade financeira ou liquidez para integrar um fundo privado.

Este segmento encontra-se quase inexplorado, devendo no entanto ser alvo de especial atenção. Com efeito, muito embora se tratem investidores com menos recursos que os anteriores, o seu grupo é numericamente maior, o que no seu conjunto traduz uma *pool* de fundos muito atrativa.

### 3) *Individual Retirement Plans*

Os *individual retirement plans*, numa tradução literal, referem-se aos planos de poupança reforma detidos por investidores que confiam as suas poupanças, a título voluntário e forma individual, a entidades financeiras, que as investem em *hedge funds*, assumindo um papel de intermediárias nas operações.

Este tipo de investimento apresenta vantagens na medida em que, para além de permitir acumular montantes consideráveis de capital a utilizar uma vez atingida a idade de reforma, proporciona ao investidor acesso a instrumentos financeiros aos quais não teria acesso de outro modo, beneficiando do princípio das economias de escala, sobejamente identificado na literatura económica.

Por outro lado, muito embora tal não corresponda, de momento, à realidade portuguesa, em muitos países, o investimento em planos de poupança reforma apresenta ainda benefícios fiscais muito atrativos.

#### 4) *Nonaccredited Investors*

Dizem respeito a investidores não reconhecidos, que apesar de não terem património suficiente para investir, devem ser investidores qualificados, frequentemente funcionários da própria empresa gestora. Assumem especial importância na fase de arranque do fundo, como forma de aumentar a sua credibilidade, a confiança no gestor, bem o capital sob gestão.

Este tipo de investidores obtém os mesmos benefícios que outro investidor do fundo, à semelhança das outras classes, também a sua motivação se baseia na expectativa de obtenção de elevados retornos, baixa volatilidade e menor correlação entre ativos (maior diversificação).

### 2.2.2 Investidores Institucionais

De acordo com Davis (2003, p. 7), «os investidores institucionais podem ser definidos como instituições financeiras especializadas que gerem poupanças coletivamente, em nome de pequenos investidores, tendo em vista um objetivo específico, em termos de adequação de risco, de maximização de rendimento e de vencimento de responsabilidades». Entre nós, o Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, passou a contemplar a designação de *investidores qualificados* – em vez de *investidores institucionais* – tendo alargado substancialmente o elenco de instituições inicialmente previsto no Código de Mercado de Valores Mobiliários<sup>10</sup>.

Jaeger (2003) subdivide esta classe de investidores em dois grupos: entidades tributáveis e entidades isentas de impostos.

---

<sup>10</sup> A este propósito, cfr. J. M. Quelhas (2012, p. 86, nota 88).

Entre as entidades tributáveis incluem-se os fundos *de hedge funds*, empresas seguradoras, banca e outras empresas ligadas ao ramo não financeiro, por norma possuem carteiras de investimento compostas por títulos de curto prazo.

Nas entidades isentas de impostos incluem-se os fundos de pensões, fundações e as *endowments*, ainda de acordo com o mesmo autor, esta classe de investidores no universo dos investidores institucionais é a que detém maior fatia de investimento em *hedge funds*.

### ***Entidades Tributáveis***

- Instituições / Empresas

As empresas ou instituições investem em *hedge funds* pelas mais variadas razões. Algumas investem em *hedge funds* de baixa volatilidade e estratégias não direcionais, como forma de rentabilizar saldos de caixa que não são necessários para as necessidades da empresa. Outras por exemplo, investem com intuito de incrementar o retorno sobre ativos ou reduzir a exposição da empresa à volatilidade dos resultados operacionais.

Como já referido anteriormente, as empresas não estão isentas de imposto sobre retornos obtidos em *hedge funds*. Estes retornos são frequentemente distribuídos aos acionistas sob a forma de dividendos, o que conduz a nova tributação. No entanto, esta realidade verifica-se dado que cada acionista individualmente poderia não ter capacidade financeira para investir em *hedge funds*. Assim, o investimento do retorno da empresa como um todo em *hedge funds* proporciona no cômputo geral uma maior rentabilização dos mesmos, ainda que tal implique uma carga tributária considerável.

- Seguradoras

São as instituições que prosseguem as políticas e as estratégias de investimento mais complexas, devido ao desfasamento existente entre o momento de captação de recursos (prémios) e o da devolução dos capitais previstos nas apólices. No entanto, e dado estarem associadas a avultados montantes de capital, a sua participação em *hedge*

*funds* é proporcionalmente pouco significativa. Este tipo de investidor apresenta, assim, duas fontes distintas de capital: *i*) a primeira, muito significativa e decorrente da atividade da instituição; *ii*) a segunda advém de capital diferido ou reservas destinadas a pagamento de futuras indenizações. Estes investidores não apresentam, em regra, necessidades urgentes de capital, o que permite o investimento em *hedge funds* de capital fechado e, por conseguinte, a obtenção de melhores rendibilidades.

- Fundos de *hedge funds*

O investimento em fundos de *hedge funds* consiste na constituição de um fundo utilizando para o efeito ativos pertencentes a um outro *hedge fund*, tendo inerente comissão de gestão e taxa de incentivo sobre os retornos brutos obtidos.

Este pode ser um investimento atrativo por varias razões, entre as quais ponderam os benefícios ao *knowhow* de gestores já afetos ao *hedge fund*. Tal permite o conhecimento mais profundo da estratégia adotada, bem como a antecipação de tendências, por consequência a obtenção de retornos positivos significativos.

Os fundos de *hedge funds* apresentam por vezes níveis de investimento mais baixos e prazos mais curtos, beneficiando ainda de um maior nível de diversificação e menor volatilidade.

### ***Entidades Isentas de Impostos***

- *Fundos de Pensões*

De acordo com A. P. Quelhas (2010, p. 370), «um fundo de pensões é um património autónomo, composto por vários ativos financeiros e afeto à realização de um ou mais planos de pensões»; enquanto isso, «um plano de pensões consubstancia-se num conjunto de regras relativas às condições de acesso a um fundo de pensões, bem como aos resultados decorrentes da gestão desse fundo»<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Cfr., ainda, A. P. Quelhas (2010, pp. 374 e ss), a propósito da distinção entre planos de pensões de benefício definido e planos de pensões de contribuição definida.

Apesar de existirem evidências na literatura financeira que apontam para a existência de uma relação entre as políticas de investimento prosseguidas nos fundos de pensões e a estrutura etária dos seus membros, este tipo de investidor aposta em *hedge funds* na perspetiva de obter uma maior diversificação de carteira, um acompanhamento mais especializado, bem como tirar partido de benefícios fiscais a que frequentemente está associado<sup>12</sup>.

- *Fundações*

Segundo Jaeger (2003, p.34), as fundações consistem em entidades projetadas para suportar um conjunto de atividades sem fins lucrativos realizadas por várias instituições. McCrary (2005, pp. 46 e 47) acrescenta que estas se incluem entre os investidores iniciais em *hedge funds*, essencialmente por razões de natureza fiscal, dado que não são penalizadas quer em termos de tributação dos seus rendimentos correntes quer em termos de ganhos de capital de curto prazo.

Estes investidores são particularmente avessos a perdas no curto prazo, dado que limitam a execução de compromissos assumidos e, por conseguinte, reduzem o valor investido. Assim, optam muitas vezes por um período de tempo mais alargado, reduzindo a volatilidade, obtendo, simultaneamente, maiores rendibilidades esperadas.

O comportamento de investimento por parte de fundações é também pautado pela evitação do recurso a alavancagem, o que proporciona a redução de imposto não relacionado com o negócio.

- *Endowments*

Referimo-nos, *grosso modo*, a *pools* de fundos, utilizadas para apoiar determinados projetos ou cumprir algum objetivo, por norma de cariz social. As *endowments* estão maioritariamente ligadas a entidades como universidades, hospitais, entidades religiosas ou outras instituições sem fins lucrativos. Os seus investimentos caracterizam-se essencialmente por investimentos a longo prazo, motivados por

---

<sup>12</sup> A propósito das estratégias de investimento prosseguidas no âmbito dos fundos de pensões, cfr. Bikker *et al.* (2009) e ainda Basu e Drew (2009).

elevados retornos, risco reduzido e baixa correlação entre ativos. Enquanto investidores, o seu comportamento é similar ao praticado pelas fundações.

## CAPÍTULO 3

### A INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS

#### 3.1. Crescimento da indústria<sup>13</sup>

Dada a reduzida regulação existente no que respeita à exigência de registo no âmbito dos *hedge funds*, não existem dados exatos disponíveis relativamente ao número de instrumentos financeiros desta natureza, ao valor dos seus ativos sob gestão.

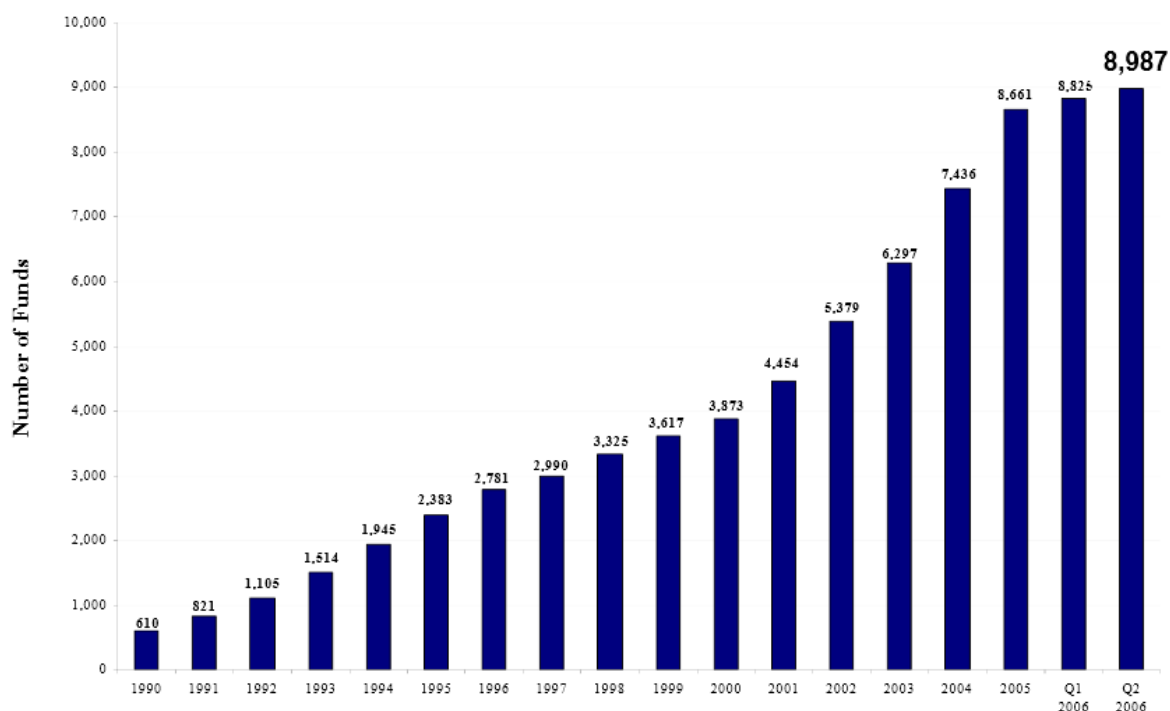
De acordo com os valores que constam da Figura 2, estima-se que, no final de 2006, o número global de *hedge funds*<sup>14</sup> se aproximava dos 9.000. No período compreendido entre 1990 e 1995, verificou-se um crescimento aproximado de 30% ao ano; em 1995, observa-se um ponto de viragem, ano a partir do qual o crescimento vai perdendo intensidade, apresentando mínimos históricos entre 1997 e 2000, voltando posteriormente a recuperar a partir de 2001. Na raiz desta evidência, estarão acontecimentos como a queda da LTCM, que veio reduzir a confiança dos investidores e colocar em causa a viabilidade deste sector.

---

<sup>13</sup> Permitimo-nos uma pequena nota relativa ao uso do termo «indústria» para designar o sector dos *hedge funds*, sendo este fortemente caracterizado pela imaterialidade e pela intangibilidade. À semelhança do que sucede em outros sectores de serviços financeiros, nomeadamente no dos fundos de pensões, esta designação intenta, justamente, conferir um carácter concreto e tangível a este tipo de produto.

<sup>14</sup> Cfr. HFR Industry Reports, em [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com). Site acedido a 3 de janeiro de 2013.

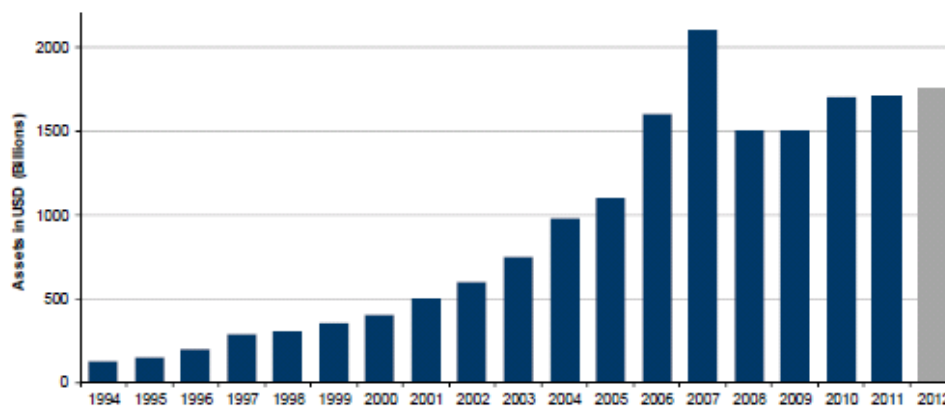
Figura 2: Número estimado de *hedge funds* entre 1990 e 2006



No entanto, e apesar do crescimento do número de *hedge funds* ter sofrido uma relativa desaceleração, o volume de ativos sob gestão, de acordo com a Dow Jones Credit Suisse Database<sup>15</sup>, cujos valores se reportam na Figura 3, cresceu consideravelmente até ao ano de 2007. À semelhança do sucedido em outros sectores da economia, essencialmente fruto da crise financeira iniciada em 2008, também a indústria de *hedge funds* sofreu um impacto negativo, no que concerne aos activos sob gestão, da ordem dos 30%, tendo vindo a estabilizar desde então.

<sup>15</sup> Cfr. Credit Suisse (2012, p.2)

Figura 3: Volume total de ativos sob gestão na indústria de *hedge funds*



Com efeito, as figuras 2 e 3 permitem concluir que acerca do surgimento de novos *hedge funds* no mercado, apesar do relativo abrandamento observado antes da viragem do milénio. Para além disso, o montante dos ativos sob gestão tem vindo a evoluir de modo considerável.

### 3.2 A indústria de *hedge funds* na Europa

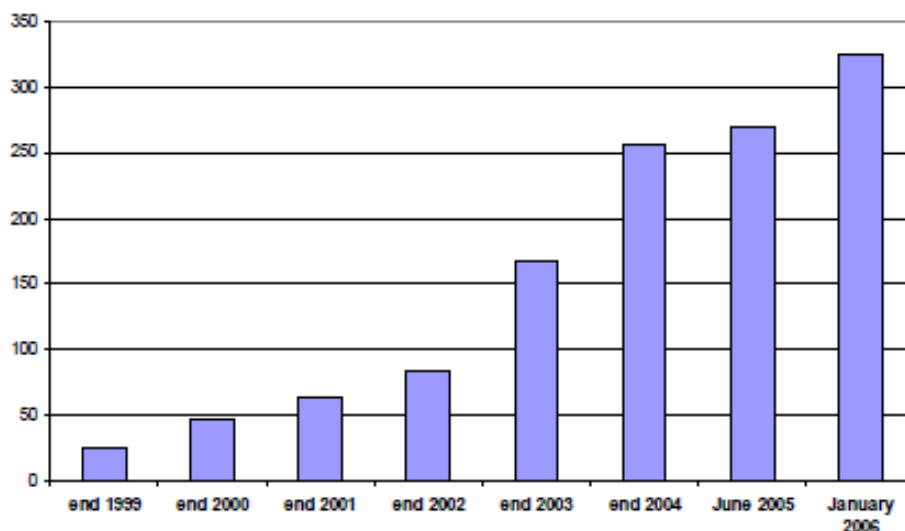
Como já referido anteriormente, dadas as vantagens associadas a este instrumento financeiro, o mercado europeu tem apresentado, no passado recente, um franco crescimento, no que concerne ao sector dos *hedge funds*. De acordo com o relatório da Comissão Europeia<sup>16</sup>, os ativos sob gestão nesta indústria representavam, no primeiro trimestre de 2006, 1,2 triliões de dólares, o que se traduz num crescimento de 13% relativamente a 2005 e de 9% deste relativamente ao ano transato (2004). Note-se que os *hedge funds* têm conquistando terreno aos tradicionais fundos de investimento, de pensões ou às aplicações em seguros. No final de 1999, os *hedge funds* representavam 0,7% do montante global de ativos sob gestão em empresas seguradoras,

<sup>16</sup> Cfr. European Commission (2006).

fundos tradicionais de investimento e fundos de pensões, enquanto no final de 2004 este valor já ascendia a 2,17%.

Ainda de acordo com a mesma fonte, o mercado europeu tem estado na linha da frente deste crescimento global. Em janeiro de 2006, o número de *hedge funds* na União Europeia<sup>17</sup> ascendia a 1250, constituídos por um conjunto de ativos avaliado em aproximadamente US\$325 biliões.

**Figura 4: Crescimento dos *hedge funds* domiciliados ou geridos na EU (\$Bn)** <sup>18</sup>



O valor médio de um instrumento financeiro desta natureza na União Europeia situa-se nos \$258 milhões, à exceção dos casos do Reino Unido (\$325 milhões) e da França (\$182 milhões).

---

<sup>17</sup> O conceito de “*hedge funds* na União Europeia” refere-se a fundos domiciliados na UE e/ou com gestores residentes na UE, que não têm necessariamente de investir de forma exclusiva nos mercados da UE.

<sup>18</sup> Cfr. European Commission (2006, p. 13).

### 3.2.1 Localização dos *hedge funds* e dos seus gestores

A localização de um *hedge fund* depende de condicionantes tais como o acesso a profissionais qualificados, a existência de potenciais investidores, o regime fiscal do país, bem como o regime jurídico, em termos genéricos.

O estímulo à inovação no que se reporta a estratégias de investimento é, muitas vezes, limitado pela regulação e pelo regime fiscal subjacentes ao fundo que se pretende transacionar. Daí que as domiciliações<sup>19</sup> de *hedge funds* na União Europeia ou nos Estados Unidos sejam muitas vezes preteridas em função de destinos *off-shore*, face ao baixo nível de regulação aí praticado. De acordo com Garbaravicius e Dierick (2005), as Ilhas Cayman, as Ilhas Virgens Britânicas, as Bermudas e as Bahamas são as escolhas mais regulares.

O aparecimento de novos *hedge funds* tem sido pautado pela escolha de novas jurisdições, tais como o Luxemburgo, a Irlanda ou a França, em resultado das escolhas dos próprios investidores, bem como da atitude *light touch*<sup>20</sup> adotada por alguns reguladores *onshore*. De acordo com relatório do BCE<sup>21</sup>, cerca de 70% dos *hedge funds* domiciliados na União Europeia, encontram-se no Luxemburgo (40%) e na Irlanda (30%).

No entanto, apesar do frequente recurso a domiciliações em *offshore*, na sua grande maioria, os registos e gestão do fundo são realizados a partir dos grandes centros financeiros, mormente de Londres, onde estão domiciliados, de acordo com relatórios do BCE, 60% dos gestores de *hedge funds*.

O quadro seguinte<sup>22</sup> elucida-nos acerca da domiciliação dos fundos e da localização dos respetivos gestores.

---

<sup>19</sup> Entende-se por domiciliação o país onde está fiscalmente localizada a entidade jurídica que gere o fundo.

<sup>20</sup> Reporta-se aos casos em que a intervenção do regulador é mínima.

<sup>21</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005).

<sup>22</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005).

**Quadro 1: Indústria de *hedge funds* por domiciliação e localização dos gestores<sup>23</sup>**

Localização de Gestores de <i>Hedge Funds</i>	Domiciliação de <i>Hedge Funds</i>									
	Número, % Total					Capital sob Gestão, % Total				
	EU	US	Offshore Centres	Other	Total	EU	US	Offshore Centres	Other	Total
EU	7	1	16	...	23	8	...	18	...	27
US	1	33	21	...	54	1	23	29	...	53
Offshore Centres	1	...	13	...	14	1	...	12	...	13
Other	1	...	5	2	8	1	...	6	1	7
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>2</b>	<b>100</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>64</b>	<b>1</b>	<b>100</b>

### 3.2.2 Taxas de Insucesso

De acordo com Garbaravicius e Dierick (2005), as taxas de sobrevivência dos *hedge funds* são muito baixas nos primeiros anos de existência. Entre as principais causas para o mau desempenho dos fundos, ponderam aspetos como a eventual ocorrência de fusões de empresas, de reestruturações, bem como a saída de gestores-chave.

A estrutura de incentivos, em particular, a presença de *watermarks*<sup>24</sup> elevadas ou de alta performance, causa o descrédito entre os investidores, dado que não é economicamente viável apostar num fundo que sofreu grandes perdas em dado momento. Já na perspetiva do gestor, a hipótese de vir a receber incentivos sobre esse mesmo fundo é muito reduzida.

De acordo com o quadro 2, no período compreendido entre 1995 e 2002, a percentagem de *hedge funds* que não resistem aos sete primeiros anos ronda os 32%, para capital inferior a \$50 milhões, atinge os 66% para capital sob gestão no intervalo de \$50 milhões a \$150 milhões, e corresponde apenas a 3,6%, para capital superior a \$150 milhões.

<sup>23</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005, p.17).

<sup>24</sup> Uma *watermark* é o valor mínimo para desempenho do fundo, em que um desempenho abaixo do estabelecido não recebe incentivos. Pode ser classificada como alta performance, em que os honorários são apenas pagos se o desempenho acumulado permitir a recuperação de perdas passadas. Por exemplo, um gestor que tenha um desempenho negativo no primeiro ano e no segundo positivo, mas que apenas possibilite a recuperação de perdas, não recebe qualquer incentivo.

Quadro 2: Taxa de Falência de *Hedge Funds* por Capital sob Gestão<sup>25</sup>

Taxa Falência Cumulativa (%)	1995 -2002 por Capital sob Gestão		
	≤ \$ 50m	\$50-150m	≥\$ 150m
1º ano	3,5	3,8	2
2º ano	8,5	10,2	2,8
3º ano	11,8	20,4	2,9
4º ano	18,9	34,5	3,6
5º ano	23,7	38,7	3,6
6º ano	27,2	53	3,6
7º ano	32,0	66	3,6

Se, por outro lado, a análise às taxas de insucesso for conduzida sob a perspectiva das estratégias de investimento aplicadas, é possível concluir, através dos elementos que constam na figura 6, que, tal como expectável, dada a alta volatilidade que lhe está associada, a estratégia com maior taxa de insucesso é a de *managed futures* com uma responsabilidade de 14,4% no cômputo global das falências de *hedge funds*.

Figura 5: Taxa de Falência de *Hedge Funds* por Estratégia<sup>26</sup>



<sup>25</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005, p.17)

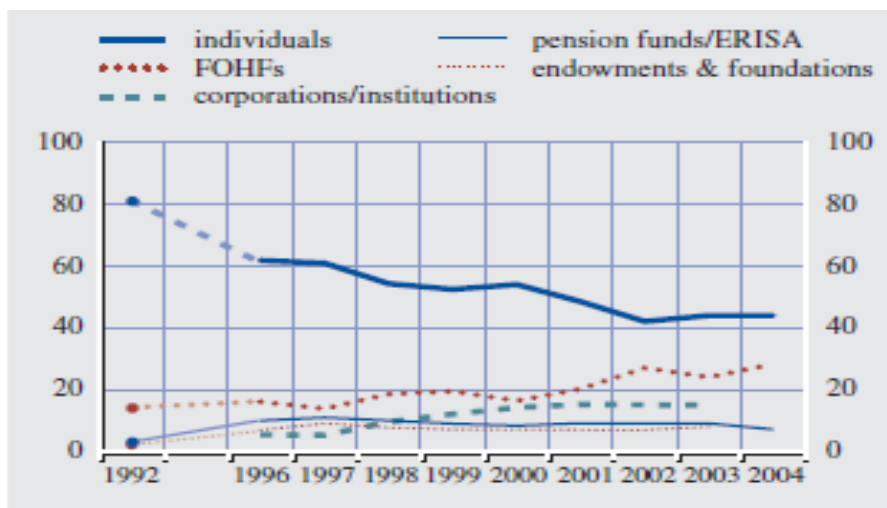
<sup>26</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005, p. 17)

### 3.2.3 Investidores

Por norma, na indústria de *hedge funds* europeia, e de acordo com Garbaravicius e Dierick (2005), este tipo de produto é frequentemente divulgado através de *word of mouth*, de consultores, de corretores ou ainda de conselheiros de investimento.

Durante longo tempo, conforme se pode verificar através da figura 6, os *high net worth individuals* foram os principais intervenientes neste mercado, situação que se veio alterar no final dos anos 90 do século XX, onde se regista uma forte quebra de investimento por parte deste segmento. Inerentes a este facto, estão a diminuição de confiança e o aumento da aversão ao risco resultantes da falência da *Long Term Capital Management*. No entanto, os investidores institucionais mais do que compensaram as quebras anteriores; na verdade, o crescente conhecimento dos próprios *hedge funds*, associado às suas características de risco ajustado e de diversificação, possibilitaram o notório crescimento do investimento por parte de investidores institucionais neste tipo de instrumento.

Figura 6: Investidores de *Hedge Funds* na Europa<sup>27</sup> (%)



<sup>27</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005, p. 19)

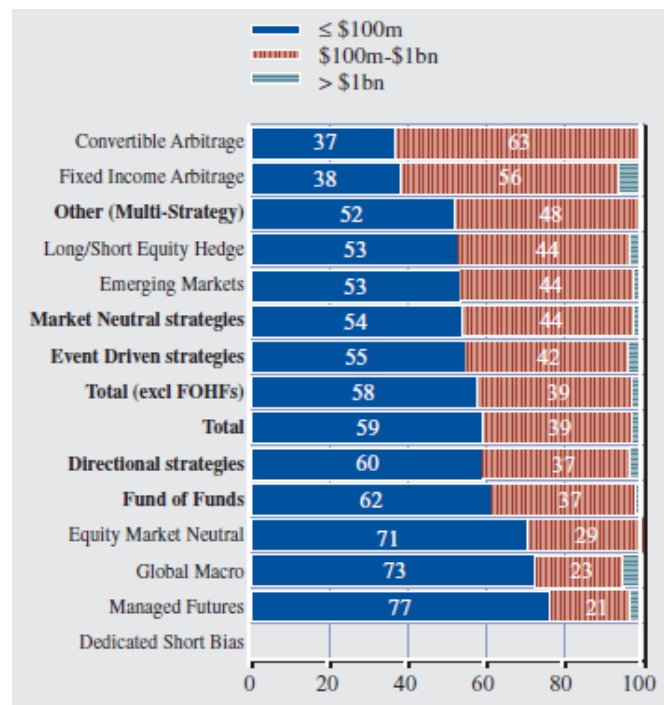
É possível ainda concluir, tendo por base a figura 6, que, durante a década de 90 do século XX e princípio dos anos 2000, investidores como os fundos de pensões, as *endowments* e as fundações, mantiveram, no mercado europeu, o seu volume de investimento relativamente constante.

### 3.2.4 Dimensão dos fundos

No cômputo geral, na indústria de *hedge funds* europeia, à semelhança da realidade americana, este tipo de investimento tem associado, por norma, uma reduzida dimensão no que concerne ao montante de ativos sob gestão, uma vez comparados com os montantes associados a outros tipos de fundos de investimento.

De acordo com os elementos contidos em Garbaravicius e Dierick (2005), em dezembro de 2004, a TASS *database* apresentava um universo total de 65 *hedgefunds*, cujo valor dos ativos sob gestão excedia 1 bilião de dólares. Entre esses fundos, 19 seriam europeus.

**Figura 7: *Hedge funds* europeus por estratégia e dimensão<sup>28</sup>**



<sup>28</sup> Cfr. Garbaravicius e Dierick (2005, p. 21)

Na Europa, conforme se pode verificar na figura 7, os *hedge funds* de dimensão mais significativa estão essencialmente associados a estratégias de *convertible arbitrage*, *fixed income arbitrage*, e *global macro*, com especial ênfase nos ativos sob gestão acima de um bilião de dólares.

Os *hedge funds* de dimensão mais reduzida estão associados a estratégias como *managed futures* e *global macro*, ainda que a última tenha impacto significativo em ambos os segmentos (fundos de maior e de menor dimensão).

### 3.3 Regulação de *Hedge Funds*

Dado o crescimento que este tipo de instrumento financeiro tem registado no passado recente, a existência de regulação adequada tornou-se uma necessidade prioritária. Atualmente, na União Europeia, a atuação da grande maioria dos participantes (gestores de *hedge funds*, gestores de fundos de *hedge funds*, corretores, administradores de *hedge funds*) já se encontra devidamente regulada em várias jurisdições, tais como Luxemburgo, Irlanda e Itália.

Os *hedge funds* são, todavia, um produto cada vez mais globalizado, sendo frequentes os casos de fundos domiciliado numa jurisdição, geridos noutra e com investidores numa terceira. Apesar deste fato, observa-se uma grande disparidade no que concerne à regulação aplicada quer na União Europeia, quer em outros mercados mundiais.

De acordo com European Commission (2006), a base regulamentar em vigor é adequada na ótica dos investidores, da indústria em si e do mercado em geral. Alerta, porém, para o fato da União Europeia se deparar uma “manta de retalhos regulamentar”, que limita a eficiência e a distribuição da indústria de *hedge funds*. Tal repercute-se em custos mais elevados, circulação limitada de capital e dificuldade de acesso por parte do investidor, o que, por conseguinte, representa um obstáculo ao desenvolvimento do mercado interno.

Em Portugal, não existe legislação específica para o caso dos *hedge funds*, sendo-lhes aplicáveis as disposições referentes aos fundos especiais de investimento. Os

FEI são assim entendidos como fundos «que se caracterizam pelo fato de permitirem uma combinação diferenciada das diversas regras, técnicas e limites aplicáveis aos fundos de investimento mobiliário e também de maior liberdade na definição e prossecução das suas políticas de investimento em ativos diferentes destes, reunidos que estejam determinados requisitos»<sup>29</sup>.

O conceito de FEI foi introduzido no ordenamento jurídico nacional em finais de 2003, após alterações efetuadas na regulação de fundos de investimento. A venda a descoberto, alavancagem, acordos de recompra e derivados, incluindo derivados de *commodities*, são permitidos no contexto dos FEI, de acordo com os limites definidos nos requisitos de constituição do fundo.

A regulação aplicável aos FEI é francamente mais reduzida do que a que se reporta aos fundos mobiliários. No entanto, é possível encontrar algumas regras semelhantes, mormente ao nível da transparência e da autorização necessária por parte da Comissão de Mercado e Valores Mobiliários (CMVM).

Apenas a CMVM tem competência de decisão no que concerne ao funcionamento dos FEI, autorizando:

- A constituição do Fundo<sup>30</sup>;
- As subseqüentes alterações aos respetivos documentos constitutivos;
- As variações que podem ocorrer ao longo do ciclo de vida;
- A admissão à negociação no mercado.

Em Portugal, a constituição de FEI, obedece a regras específicas<sup>31</sup>, em função do tipo de produto. As várias propostas são colocadas à apreciação da CMVM, que decidirá casuisticamente em função dos seguintes fatores:

- Tipo de ativos subjacentes, relevando a existência de dados sobre o comportamento histórico dos mesmos

---

<sup>29</sup> Cfr. Regulamento da CMVM nº15/2003 – Organismo de Investimento Coletivo - de 17 de outubro de 2003

<sup>30</sup> N.º1 art. 11º do RJOIC

<sup>31</sup> Ver art 50º a 55º e 86º / Regulamento nº 15/2003 – Organismos de Investimento Coletivo - de 17 de outubro de 2003

- Complexidade de estratégias a utilizar pelo FEI, utilização de derivados, *short-selling*, e *leverage*;
- Liquidez para os participantes;
- Riscos envolvidos e natureza *ongoing*;
- Investimento em outros fundos sujeitos a regulamentação e supervisão por entidade competente (fundos de fundos);
- Competências da gestão relativamente às estratégias aplicadas pelo FEI.

A avaliação de cada um destes aspetos é fundamental para o processo de autorização. Desde logo, essa avaliação permitirá aferir relativamente à adequação do fundo em causa face aos segmentos de investidores alvo e ao estabelecimento de mínimos de subscrição e de informação a constar nos respetivos prospets.

## CAPÍTULO 4

### A TRANSPARÊNCIA NO CONTEXTO DOS *HEDGE FUNDS* - - CONFLITOS ENTRE GESTORES E INVESTIDORES

#### 4.1 Enquadramento

Como já referido oportunamente, na sua génese, os *hedge funds* estavam associados, em grande medida, a investidores particulares detentores de grandes recursos financeiros. Porém, à medida que se verificou o crescimento da indústria de *hedge funds*, aumentou também a participação de investidores institucionais neste segmento, mormente dos fundos de pensões e das companhias seguradoras, os quais, por conseguinte, apresentam diferentes objetivos e requerem níveis de informação mais sofisticados e menos opacos. Desta sorte, a presença mais assídua destes investidores no mercado veio exercer uma crescente pressão no sentido de aumentar a transparência na divulgação de informação relativa a este instrumento financeiro.

A necessidade de alterar a imagem negativa por vezes associada aos *hedge funds* – a qual resultava de aspetos como a sua imaterialidade – é intensificada no final dos anos 90 do século XX, como consequência de casos como a queda da Long Term Capital Management. Questões como a gestão do risco e transparência associada aos *hedge funds* passam a assumir especial relevância, sendo alvo de vários estudos académicos.

Pelo conflito de interesses e divergência de entendimentos, a questão da transparência associada a um *hedge fund* representa, desde sempre, um aspeto nodal deste instrumento, tanto para os investidores como para os gestores. À semelhança de qualquer outro grupo de investidores, um investidor em *hedge funds* tem interesse em saber o modo como o seu dinheiro é investido, bem como se a estratégia aplicada trará ou não retornos positivos. O objetivo na obtenção de informação mais detalhada não se confina ao interesse em conhecer os retornos passados, mas também com a perspetiva de estimar retornos futuros. Para além disso, o interesse do investidor recai ainda sobre a composição do *portfolio*, nomeadamente o tipo de ativos, a posição e as estratégias de investimento adotadas.

## 4.2 A divulgação de informação

Citando The President's Working Group on Financial Markets (1999 p. 32), «melhorar a transparência através de divulgação de informação mais rigorosa, ajuda os participantes no mercado na tomada de decisões melhores e mais sustentadas, relativamente à totalidade do mercado, mutuários e contrapartes».

Desta forma, o nível ótimo de transparência está intimamente ligado com a definição adequada dos níveis de divulgação exigida num determinado contexto.

O nível exigido de divulgação representa uma importante ferramenta de regulação, dado que permite aos investidores maior conhecimento dos riscos que resultam do seu investimento, ao mesmo tempo que não colide com a liberdade de ação por parte do gestor, fator crucial para o desenvolvimento do mercado de *hedge funds*.

Todavia, de acordo com Naik (2007, p. 6), o debate em torno da transparência no contexto dos *hedge funds* deve assentar sobretudo em três questões fundamentais, nomeadamente *i)* sobre quê, *ii)* para quem e *iii)* por quem, as quais passamos a precisar:

### ***i)* Sobre quê?**

A questão que se coloca é a de saber o que deve ser reportado, ou seja, devemos exigir maior transparência relativamente às posições assumidas pelos *hedge funds*, por exemplo, ou relativamente aos riscos de investimento em que os mesmos incorrem?

### ***ii)* Para quem?**

Sendo necessário melhorar os critérios de divulgação de informação, este processo deverá ocorrer na perspetiva dos investidores, das contrapartes (corretores, banca, administradores do fundo) ou das entidades reguladoras?

### ***iii)* Por quem?**

A divulgação de informação deve focar-se nos fundos individuais ou em intermediários financeiros, tais como corretoras ou fundos de *hedge funds*?

Naik (2007, pp. 11,12) defendem, ainda, que um relatório informativo que satisfaça as necessidades dos investidores em *hedge funds* deve ser avaliado de acordo com quatro critérios:

### **1) Conteúdo**

Neste critério, dever-se-á atender se os seguintes pontos se encontram contemplados:

- Classes de ativos e respetiva exposição geográfica;
- Correlação com *benchmark* adequado;
- Estatísticas de *value-at-risk*;
- Principais estatísticas de *spread*;
- *Stress tests* ao valor patrimonial líquido do fundo e simulações de estratégias de investimento, no sentido de explorar o leque de possíveis resultados (cenários).

### **2) Granularidade**

Prende-se com o nível de pormenor utilizado na divulgação de informação, o que permitirá ou não evidenciar determinados fatores de risco. O autor sugere que um relatório mais circunstanciado deverá, por exemplo, conter informação referente a empresas mais pequenas ou ilíquidas.

### **3) Frequência**

Diz respeito à frequência com que é divulgada a informação, sendo que os autores sugerem como horizonte temporal mínimo a divulgação quadrimestral.

### **4) Atraso**

Reporta-se ao lapso de tempo que a informação demora a ficar disponível para os interessados, no final de cada período de reporte.

### 4.3 A transparência e o risco operacional

Uma outra razão para a prossecução da transparência no segmento de *hedge funds* resulta do fato de alguns autores sustentarem que o aumento da mesma reduz o risco operacional numa transação. A este propósito, Naik (2007, pp.7-8) refere que «investidores desinformados estão menos habilitados para disciplinar o gestor, caso este se desvie da política de investimento do fundo, exceda os níveis de alavancagem ou aumente a concentração de risco na carteira, por conseguinte, níveis mais baixos de divulgação, conduzem a níveis mais baixos da disciplina de mercado».

Ainda que a correlação entre o aumento de divulgação e o aumento da disciplina de mercado seja quase intuitiva, existem poucos estudos que corroborem esta evidência. Black (2007b) considera que, por vezes, é prestada demasiada atenção aos riscos de mercado, enquanto se descaram os riscos operacionais, fortemente presente neste tipo de produto financeiro. Mais uma vez, tem-se como exemplo o caso Long Term Capital Management.

Além dos reduzidos níveis de regulação e de práticas de auditoria que se apliquem ao contexto dos *hedge funds*, existem outros fatores que conduzem ao aumento do risco operacional. Garbavaricious e Dierick (2006, p. 50) referem, entre eles, a estratégia de investimento seguida pelo gestor, a reduzida dimensão das empresas gestoras (o que pode conduzir a uma separação de funções menos rigorosa, bem como ao deficiente apuramento de responsabilidades) e os incentivos relacionados com a *performance* (o que pode estimular a deturpação do valor dos ativos, bem como a adoção de estratégias de investimento caracterizadas pelo *short-termism*<sup>32</sup>).

---

<sup>32</sup> Termo normalmente utilizado na literatura financeira para designar as situações em que o gestor de investimentos financeiros empreende estratégias unicamente com objetivos e curto prazo, mormente o de salvaguardar a sua avaliação por parte do mercado.

#### 4.4 Conflitos gestor *versus* investidor

Os gestores de *hedge funds* utilizam estratégias de investimento específicas para segmentos de mercado específicos, donde revelam alguma renitência em divulgar, de modo completo, a informação relativa ao seu *portfolio*, por considerarem que tal pode diminuir a probabilidade da sua estratégia obter retornos positivos absolutos. Por outro lado, porém, a não divulgação de alguns tipos de informação poderá ter efeitos negativos, dado que permite ao gestor alterar a sua estratégia ou introduzir ativos no *portfolio* com risco superior ao divulgado ao investidor, propiciando ações fraudulentas que podem apenas vir a ser detetadas no momento de falência do fundo.

Neste sentido, torna-se evidente que a definição concreta do tipo informação a divulgar pode representar um fator de tensão entre o gestor e o investidor. Aliás, a diferença entre a perceção do gestor e a do investidor é de tal forma pertinente que se revela desejável que a indústria de *hedge funds* deveria repensar, de uma forma geral, as práticas de divulgação que tem associadas.

A este propósito, Goltz e Schrodler (2010, p. 13), propõe que «os gestores levem em linha de conta a solicitação de maior informação por parte dos investidores e melhorem a divulgação no que concerne a riscos de liquidez, de alavancagem e de composição do *portfolio*». O autor refere ainda que os «gestores devem estar preparados para partilhar este tipo de informação, dado que também são de opinião de que a informação atualmente divulgada é inadequada».

##### 4.4.1 A perspetiva dos gestores

Atendemos, primeiramente, à ótica dos gestores de *hedge funds* no que concerne à divulgação de informação. Fung e Hsieh (1999, p. 9), refere que «os gestores de fundos que acreditam ter uma estratégia vencedora, são naturalmente desfavoráveis à “divulgação total” no que respeita ao funcionamento da mesma», isto porque a revelação de posições específicas da carteira poderá permitir que outros gestores

concorrentes a utilizem, donde, por conseguinte, poderá resultar uma redução do retorno do investimento. Black (2007b, p. 330) sublinha que este fato pode tornar-se «demasiado confuso», principalmente para os próprios investidores.

Questões como a referida anteriormente impedem, assim, que o nível de transparência praticado em *hedge funds* se assemelhe ao nível de transparência praticado pelos fundos de investimento tradicionais.

Brunnermeier e Pedersen (2005) consideram, ainda, que maior divulgação de informação propicia a concorrência desleal entre os gestores de *hedge funds*, podendo ainda levar a maior instabilidade dos mercados financeiros, dado que instigam a que o preço de mercado se distancie do ponto de equilíbrio.

Por outro lado, a transparência excessiva reduz a flexibilidade do gestor, fator que caracteriza e é essencial para o desenvolvimento da indústria, podendo, assim, no longo prazo, reduzir a inovação que, por norma, perpassa o sector. No mesmo sentido, de acordo com Verret (2007, p. 814), a divulgação da «informação a que os *hedge funds* recorrem para realizarem as suas transações, bem como o tipo de transações que realizam, pode arruinar a rendibilidade de um investimento se a mesma se tornar acessível aos seus concorrentes».

#### 4.4.2 A perspetiva dos investidores

Atraídos pelo potencial de retorno dos *hedge funds*, mas tendo essencialmente noção das armadilhas que incorrem deste tipo de investimento, associadas a posições altamente alavancadas, o investidor passa a dedicar especial atenção à informação divulgada. Em regra, depara-se, porém, com documentos superficiais e demasiados técnicos, apenas decifráveis por especialistas, o que se traduz, de acordo com Fung e Hsieh (1999, p. 8), «numa tomada de decisão baseada em “recomendações de fonte confiável” ou na “reputação” do gestor do fundo»<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> O entendimento de Fung e Hsieh (1999) colocam a questão da eventual existência de *herding behaviour* entre os investidores em *hedge funds*, a qual não consta, porém, entre os objectivos do presente trabalho.

Neste contexto, questões como proteção de investidor, transparência e disciplina de mercado assumem especial importância, estando, ao mesmo tempo, estreitamente correlacionadas entre si. Naik (2007, p. 8) refere que «as atuais normas de divulgação são insatisfatórias e podem levar ao abuso». Desta forma, verifica-se a especial preocupação na proteção dos investidores, por parte dos reguladores.

Existe a convicção de que o acréscimo de transparência na divulgação de informação conduzirá a maior participação por parte do investidor; por outro lado, a maior participação de investidores informados desencadeará maior disciplina de mercado no que concerne aos gestores, bem como a maior eficiência de informação e de propagação mais célere das inovações financeiras. Desta forma, o investidor ficará ciente do investimento que está a efetuar, bem como dos riscos que incorre.

No cômputo geral, os investidores em *hedge funds* detêm muito pouca informação relativamente aos seus investimentos, quando comparados com investimentos em fundos tradicionais. Este fato advém, como já referido anteriormente, da falta de transparência relativamente a estratégias de investimento e/ou riscos inerentes. Relativamente a este tópico, Goltz e Schrodler (2010, p. 13) referem que «o *reporting* de informação é percebido como sendo um importante sinal da excelência do fundo, bem como um critério crucial para o investimento», acrescentando ainda que «os investidores estão particularmente insatisfeitos com a qualidade da informação no que concerne à liquidez e à exposição ao risco operacional».

Outro fator positivamente associado à divulgação de informação é o da absorção do choque da *performance* do investimento por parte do investidor. Neste contexto, Fung e Hsieh (2006, p. 5) esclarecem que «quando confrontados com um nível de transparência inadequada, o investidor apresenta uma relutância inata para absorver o choque do desempenho», o que na prática se traduz, na dificuldade do investidor, quando perante um mau desempenho do fundo, em perceber se tal se deve a um acontecimento aleatório ou sistémico.

Garbavaricious e Dierick (2006, p. 50) mencionam ainda um outro ponto relativamente à importância da transparência no segmento dos *hedge funds*. Este autor refere que a «incorreta avaliação de posições está frequentemente associada à falência do fundo». Desta forma, a redução da assimetria da informação e um conhecimento

atempado de alguns pormenores da estratégia adotada pelo gestor permitirá atenuar possíveis perdas de carácter irreversível.

#### 4.5 Recomendações

Naik (2007, p. 6) defende que existem algumas alterações simples, as quais poderão ser adotadas pelos reguladores e assim contribuir positivamente para a proteção dos investidores, nomeadamente:

- Adoção por parte da indústria de *hedge funds* de um código de conduta fortalecido e voluntário<sup>34</sup>;
- O referido código de conduta deverá estar sujeito a uma verificação independente (por exemplo, uma empresa de auditoria externa);
- Este código deverá ser reconhecido pela entidade reguladora, acompanhado da criação de mecanismos de incentivo para que possa ser adotado pela indústria.

O autor refere, ainda, que a referida divulgação deverá ter uma frequência mínima quadrimestral; no entanto, a informação relativa a posições do fundo, no caso específico dos *hedge funds*, deverá ser mantida confidencial. O efeito desejado de proteção ao investidor, pela prossecução destas propostas, é apenas alcançável se forem aplicadas como um todo e não de modo isolado.

Uma das soluções propostas por Black (2007b), para o equilíbrio e transparência de informação entre o gestor do fundo e o investidor, sustenta-se na elaboração de um modelo financeiro por parte de uma empresa externa, que permita uma identificação independente da credibilidade do gestor, ativos em carteira e retornos obtidos. Tal consistirá numa plataforma criada com base na agregação e na disseminação de dados com acesso restrito.

Os benefícios da criação e da adoção deste tipo de *software* são vastos e passam pelo aumento de transparência, transmissão de informação útil e atempada ao

---

<sup>34</sup> Veja-se o que sucede, por exemplo, no contexto das normas GIPS (Global International Performance Standards), às quais os operadores financeiros aderem voluntariamente.

investidor, aumento de eficiência do gestor, decisões de investimento mais seguras e consolidação da relação investidor/ gestor.

Em suma, podemos entender que uma atitude adequada por parte de um fundo é aquela em que o investidor vê todas as suas questões claramente respondidas. No entanto, alguns autores defendem que o investidor não necessita de ser detentor de informação pormenorizada relativamente a todas as posições tomadas pelo fundo. Não obstante, necessita de conhecer as estatísticas de risco associadas, sendo que um sistema de gestão de risco prático na perspetiva do investidor poderá representar um mecanismo poderoso no combate à fraude em *hedge funds*.

Assim, se por um lado os investidores poderão exigir uma transação clara e transparente, no que concerne, por exemplo, à composição da carteira de ativos ou outro tipo de informação que permita minimizar o risco do investimento, o gestor de *hedge funds* poderá ter razões fundamentadas para a partilha parcial de informação com o investidor. Como já discutido anteriormente, a partilha deste tipo de informação, especialmente em *hedge funds* com *performance* positiva, poderá conduzir à fácil reprodução de estratégias de negociação por parte de outros gestores concorrentes, por conseguinte, à redução do valor de ativos em carteira/retornos obtidos e à perda da vantagem competitiva.

Neste sentido, Goltz e Schrodler (2010, p.13) defendem que «melhorar a qualidade da informação reportada de um *hedge fund* é a chave para criar uma indústria mais transparente», o que por possivelmente trará muitas vantagens, mas também algumas consequências adversas. Ainda neste contexto, Naik (2007, p. 6), por oposição, refere que «uma total divulgação de informação não é praticável nem desejável».

## CONCLUSÃO

O interesse que os *hedge funds* mereceram, em finais dos anos 90 do século XX, foi essencialmente devido a aspectos negativos, entre os quais se destaca a queda da LTCM. Este tipo de acontecimentos veio colocar em causa a credibilidade deste instrumento financeiro e mostrar as debilidades que lhe estão associadas. Por conseguinte, questões como a necessidade de regulação e o aumento da transparência ganham especial acuidade.

O crescimento significativo da indústria nas últimas décadas, aliado aos fatos anteriormente descritos, torna pertinente uma especial preocupação por parte das entidades reguladoras, mormente da Comissão Europeia na elaboração de um quadro regulamentar único para as atividades exercidas pelos *hedge funds*. No presente, no entendimento da própria Comissão, esse quadro surge como uma «manta de retalhos regulamentar», em que cada país dispõe da sua legislação financeira, ainda que elaborada de acordo com as disposições legais de âmbito genérico e de nível comunitárias.

Neste sentido, e também em resultado do caráter ténue da legislação em vigor, surgem os conflitos de interesses entre o gestor do fundo e o investidor, em grande parte consubstanciados em questões como o aumento da transparência ou a necessidade de maior proteção ao investidor, conclui-se que as questões acima referenciadas poderão ter um forte impacto nos mercados financeiros,

Desta forma, conclui-se que se têm verificado diversos esforços no sentido de melhorar a transparência em *hedge funds*, sendo, no entanto, necessárias ainda várias alterações, como sublinhámos oportunamente. A opinião de que a transparência em transações relacionadas com *hedge funds* carece de melhoria reúne o consenso de investidores e de gestores. Todavia, uma divulgação total da informação poderá limitar a atividade do gestor e, por conseguinte, diminuir a vantagem competitiva dos *hedge funds* relativamente a outros fundos de investimento.

A especificidade dos *hedge funds* relativamente aos outros fundos de investimento foi outro dos pontos que este trabalho permitiu evidenciar, particularmente no que se refere às estratégias de investimento prosseguidas.

A pesquisa realizada ao longo deste trabalho revelou também a quebra na produção de fontes bibliográficas após 2008. Embora não constasse entre os objectivos da presente dissertação a análise do ritmo de investigação desenvolvida no âmbito dos *hedge funds*, não pudemos deixar de assinalar tal facto. Estamos em crer que tal se deve, sobretudo, à virulência da crise financeira que poderá ter arredado o interesse dos académicos para outros instrumentos financeiros, mais directamente relacionados com a crise.

Em termos genéricos, observámos as mutações que o próprio sector de *hedge funds* tem registado ao longo do tempo, onde ponderam as transformações ocorridas ao nível da composição dos clientes alvo.

Esta asserção permite lançar uma pista de reflexão futura e que se pretende com o papel que os *hedge funds* poderão desempenhar, num futuro próximo, ao nível do mercado financeiro, no sentido de saber se se tornarão num produto cada vez mais de elite, reservado a investidores institucionais, ou se, por via do aumento da transparência, se poderão tornar num instrumento mais generalista.

Para além disso, o aumento da transparência permitiria, por si só, a realização de trabalhos de raiz empírica, tendo sido esta, aliás, uma das limitações sentidas ao longo da presente dissertação.

## REFERÊNCIAS

### Livros, artigos e *working papers*

- Ackerman, Carl, McEnally, Richard e Ravenscraft, David (1999). «The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives», *Journal of Finance*, Vol 3, pp. 833- 874.
- Agarwal, Vikas e Naik, Narayan Y. (2000a). «Generalised Style Analysis of Hedge Funds», *Journal of Asset Management*, 1:1 pp 93-109.
- Agarwal, Vikas e Naik, Narayan Y. (2000b). «On Taking the “Alternative” Route: Risks, Rewards Style and Performance Persistence of Hedge Funds», *The Journal of Alternative Investments*, 2:4, pp. 6-23.
- Basu, Anup K. e Drew, Michael E. (2009). «Portfolio Size Effects in Retirement Accounts: What Does It Imply for Lifecycle Asset Allocation Funds?», *Journal of Portfolio Management*, vol. 35, n.º 3, pp. 61-72.
- Bikker, J. A., Broeders, D. W. G. A., Hollanders, D. A. e Ponds, E. H. M. (2009). «Pension fund’s asset allocation and participant age: a test of the life-cycle model», Tjalling C. Koopmans Research Institute – Utrecht School of Economics, Discussion Paper Series nr: 09-25, 19 pp.
- Black, Bernard e Hu, Henry T. C. (2007). «Hedge Funds Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphale) Ownership», *Journal of Corporate Finance*, 13:53, pp. 343-367.
- Black, Keith H. (2007). «Preventing and Detecting Hedge Fund Failure Risk Through Partial Transparency», *Derivatives Use, Trading & Regulation*, 12:4, pp. 330-341.

- Brown, Stephen, Goetzmann, William, Liang, Biang e Schwarz, Christopher (2008). «Optimal Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration», *Journal of Finance*, 63:6, pp. 2785-2815.
- Brunnermeier, Markus K., Pedersen, Lasse Heje (2005). «Predatory Trading», *The Journal of Finance*, LX:4; pp. 1825-1864
- Cappoci, Daniel; Corhay, Albert; Georges, Hubner (2004). «Hedge Fund Performance and persistence in bull and bear markets», *working paper* do EDHEC Risk Institute, 42 pp.
- Credit Suisse (2012). «2012 Hedge Fund Market Review», *S&P Dow Jones Indices*, 9 pp.
- Davis, E. Philip (2003). *Institutional Investors, Financial Market Efficiency and Financial Stability*, The Pensions Institute, PI 03-03, 45 pp.
- European Commission (2006). «Report of the alternative Investment Expert Group – Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe», Internal Market and Services DG Brussels, pp.38.
- Frumkin, Dvir e Vandegrift, Donald (2009). «The effect of size, age, beta and disclosure requirements on hedge fund performance», *The Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 15:3, pp: 241-251.
- Fung, William e Hsieh, David A. (1999). «A Primer on Hedge Funds», *Journal of Empirical Finance*, 6:3, pp. 309-331.
- Fung, William e Hsieh, David A. (2004). «Hedge Fund Benchmarks: A Risk Based Approach», *Financial Analyst Journal*, 60:5, pp: 65-80.
- Fung, William e Hsieh, David A. (2006). «Hedge Fund an Industry in its Adolescence», *Atlanta Fed's 2006 Financial Markets Conference - "Hedge Funds Creators of risk?"*, 2006, may 15-18, pp. 34.
- Fuss, Roland, Kaiser, G. Dieter e Adams, Zeno (2007). «Value at Risk, GARCH modelling and forecasting of hedge funds return volatility», *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 13:1, pp. 2-25.

- Garbaravicius, Tomas e Dierick, Frank (2005). «Hedge Funds and their implications for financial stability», *Occasional Paper Series*, European Central Bank, n.º 34, pp. 71.
- Goltz, Felix e Schroder, David (2010). «Hedge Fund Transparency: Where do we stand?», *The Journal of Alternative Investments*, 12:4, pp. 20-35.
- Ineichen, Alexander M. (2003), *Absolute returns - The risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*. London, John Wiley & Sons, Inc.
- Jaeger, Robert (2003). *All about Hedge Funds – The Easy way to get started*. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Kaiser, Dieter (2008). «The Lifecycle of Hedge Funds», *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 14:2, pp. 127-149.
- Kat, H. M. (2004). «Managed Futures and Hedge Funds: A Match Made In Heaven», *Journal of Investment Management*, 2:1; pp 32-40
- Kundro, C. e Feffer, S. (2004). *Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds*, Capco. Acedido a 12 de janeiro de 2013, em <http://www.capco.com/assets/7B479715-DA6E-4A13-A909-057AD17C9B.pdf>.
- Liang, Bing (1999). «On the Performance of Hedge Funds», *Financial Analysts Journal*, 55:4, pp 72-85.
- McCrary, Stuart A. (2005). *Hedge Fund Course*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Naik, Narayan e Fung, William (2007). «Hedge Funds – Transparency and Conflict of Interest», *European Parliament - Policy Department /Economic and Scientific Policy*, IP/A/ECON/ST/2007-17, 62 pp.
- Neves, Maria Elisabete e Quelhas, Ana Paula (2013). *Carteiras de Investimento - Gestão e Avaliação do Desempenho*, Coimbra, edições Almedina.
- Quelhas, Ana Paula (2010). *Seguros de Vida e Fundos de Pensões – uma perspectiva financeira e actuarial*, Coimbra, edições Almedina.

Quelhas, José Manuel (2012). *Sobre as crises financeiras, o risco sistemático e a incerteza sistemática*, Coimbra, edições Almedina.

Razina, Florbela e Silva, Fernando (2002). «Fundos de Investimento Atípicos: Conceito e Regulação». *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº15, pp. 185-199.

Saco, Bruno (2010). *The Impact of Hedge Funds on Financial Markets since 1990*. Dissertação de Mestrado em Finanças, ISCTE Business School, 66 pp.

The President's Working Group on Financial Markets (1999). «Hedge Funds Leverage and the Lessons of Long term Capital Management», *Report of the President's Working Group on Financial Markets – Department of Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System. Securities and Exchange Commission. Commodity Futures Trading Commission*, Abril, Washington, 140 pp.

Verret, J. W. (2007). «Dr. Jones and the Raiders of Lost Capital: Hedge fund Regulation, Part II, a Self-Regulation Proposal», *Delaware Journal of Corporate Law*, 32:3, pp. 799-841.

## Webgrafia

<http://www.capco.com/assets/>

<http://www.cmvm.pt>

<http://www.hedgeworld.com>

<http://www.hedgeindex.com>

<https://www.hedgefundresearch.com>

<http://www.lipperweb.com>

[www.hedgeworld.com](http://www.hedgeworld.com)

<http://eureka hedge.com>

## Legislação

Regulamento CMVM nº15/2003 - Organismos de Investimento Coletivo, publicado no Diário da Republica, II serie em 21/01/2004.

Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março de 2006, publicado no Diário da Republica Serie I, Nº 53, a 15 de março de 2006.

Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho.