



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O papel dos *Hedge Funds* no governo das sociedades

Caso Português

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Direito e Gestão

por

Raquel Inês de Matos Gomes Fernandes

sob orientação de
Dra. Daniela Baptista e Professor Luís Pedro Krug Pacheco

Escola de Direito do Porto
Dezembro de 2013

Resumo

Nos dias de hoje, é inegável, o peso significativo dos *Hedge Funds* no mercado financeiro mundial, tendo estes fundos de investimento atípicos, transformado-se num dos investidores institucionais com um papel mais ativo e relevante na governação das sociedades.

Os *Hedge Funds*, enquanto estruturas jurídico-organizativas em investimentos imobiliários, caracterizam-se por ser legalmente atípicos. No entanto, atendendo aos diversos riscos levantados pela sua atividade, nomeadamente, o risco sistémico, estes foram sendo introduzidos, a seu tempo, nas diversas ordens jurídicas internas de vários países.

O objetivo do retorno absoluto, função primordial para os gestores deste tipo de fundos, levou-os a tornarem-se fontes de potenciais conflitos de interesses com as sociedades participadas com projeções relevantes no plano dos respetivos órgãos deliberativos (designadamente, os fenómenos de voto abusivo, voto concertado ou do chamado voto vazio) e os órgãos de administração (através da pressão para uma gestão de curto-prazo).

Este problema foi um dos temas que mais contribuiu para o desenvolvimento dos sistemas de governo das sociedades, para os quais os investidores institucionais são chamados (não só pelos académicos, mas também pelos profissionais, as autoridades públicas e organismos internacionais) a dar a sua contribuição para uma melhor *Corporate Governance*.

Este estudo questiona o papel desempenhado pelos *Hedge Funds*, enquanto investidores institucionais, ao nível do seu ativismo no governo das sociedades portuguesas. Para o efeito, investigou-se o peso atual destes fundos na estrutura acionista das empresas e procurou-se compreender o comportamento adoptado pelos *Hedge Funds* no mercado acionista português ao longo do tempo.

Concluiu-se que estes fundos tem uma presença significativa no mercado financeiro secundário português (no estudo representado pelo PSI20) ao estar presente na maioria do capital das empresas. Embora, o peso das suas participações não seja significativo face a relevância dos restantes acionistas, na medida em que a sua participação atual não permite ter um papel ativo na governação das sociedades.

No entanto, ao procurar compreender o nível de atividade dos Hedge Funds no mercado financeiro, detetamos casos que nos remetem para um possível ativismo destes fundos nas sociedades, ao concluirmos que os gestores destes fundos, ao detetar uma oportunidade de ganhar com a situação conjuntural que algumas das empresas estudadas atravessaram, quer seja, via alterações de mercado (OPA's, fusões, cisões, etc.) ou via alterações de estrutura e mudanças estratégicas, muito rapidamente adquiriram uma posição significativa, de forma a se tornarem um player relevante na tomada de decisão da empresa.

Índice

Resumo.....	iii
Índice	iv
Introdução.....	5
Cap.1 - Os <i>Hedge Funds</i>	
1. Caraterização dos <i>Hedge Funds</i>	10
1.1 Evolução Histórica	10
1.2 Principais Caraterísticas	12
1.3 Riscos e necessidades de Regulação.....	16
2. Regulação e Supervisão dos <i>Hedge Funds</i>	18
Cap.2 - <i>Hedge Funds</i> e <i>Corporate Finance</i>	
1. O <i>Corporate Finance</i>	23
2. Áreas de incidência do ativismo dos <i>Hedge Funds</i>	27
Cap.3 - Exemplos do ativismo dos <i>Hedge Funds</i> em Portugal	
1. Introdução.....	30
2. Definição da Amostra	32
3. Caraterísticas da Amostra	33
4. Análise das Participações dos <i>Hedge Funds</i> na Amostra.....	49
5. Síntese Conclusiva	51
6. O caso Portugal Telecom	53
7. O caso Banco Comercial Português	56
Conclusões Finais	58
Bibliografia.....	61

Introdução – Justificação do Tema

Os *Hedge Funds*¹ adquiriram um peso significativo no mercado financeiro mundial, gerindo uma parte significativa dos ativos financeiros nos mercados mais evoluídos, passando a desempenhar um papel cada vez mais ativo e relevante na governação destas sociedades². Estes fundos de investimento atípicos³ transformaram-se nos últimos anos num dos investidores institucionais de maior relevo.

Na década de 90 com o aparecimento de novos instrumentos financeiros (ex: swaps, futuros, etc.)⁴ assistiu-se a um desenvolvimento destes fundos, que se refletiu no crescimento exponencial do volume de ativos geridos por estes. Enquanto, em 1990, os ativos correspondiam a apenas 40 biliões de dólares, em 2006, esse valor subiu para mais de 1,5 triliões de dólares, encontrando-se, atualmente, próximo dos 2 biliões de dólares.⁵

Os diversos riscos levantados pela atividade dos *Hedge Funds* na vida das sociedades, justificam uma reflexão aprofundada do papel destes no seu governo. Nomeadamente, o risco sistémico associado à sua atividade, dada a sua relativa liberdade de atuação e liberdade de composição das carteiras de

¹ A noção de *hedge fund* é complexa, dada a relativa novidade do fenómeno entre nós. A definição mais próxima por nós utilizada nesta tese é a definida por José Engrácia Antunes que define *Hedge Funds* como sendo as “estruturas organizativas de investimento coletivo legalmente atípicas, que recorrem a um conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objetivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória” - “Os “*Hedge Funds*” e o governo das sociedades”, in: Revista de Direito das Sociedades, vol.IX, 2010, 14. A bibliografia estrangeira é, inversamente, substancial: entre muitos “*Hedge Funds*, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management” – Report of The US President’s Working Group on Financial Markets (April 1999); OESTERLE, Dale, Regulation *Hedge Funds*, 3, in I “Entrepreneurial Bussiness Law Review” (2003), 1555-1596; STULZ, René, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 3, Ohio State University, Dice Center, 2007.

² Versão portuguesa da expressão anglo-saxónica “corporate governance”, aderindo-se, assim, à tradução proposta pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliário (CMVM).

³ ANTUNES, J. Engrácia, “Os “*Hedge Funds*” e o governo das sociedades”, in: Revista de Direito das Sociedades, vol.IX, 2010, 10.

⁴ Sobre os instrumentos financeiros vide ANTUNES, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, Almedina, Coimbra, 2009; ASCENSÃO, J.Oliveira, Derivados, in: AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol.IV, 41-68, Coimbra Editora, 2003.

⁵ http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Hedge_Fund.html

ativos foi, nomeadamente, já reconhecido pelo Banco Central Europeu (BCE), órgão máximo responsável pela gestão da moeda única europeia, a par dos bancos centrais de cada um dos países da União europeia monetária e Federal Reserve Bank (FED), organismo responsável pela política monetária e supervisão financeira do mercado americano.

O colapso, em 1998, do Long Term Capital Management (LTCM), um *hedge fund* criado em 1994 por John Meriwether e um grupo de notáveis e brilhantes gestores, que incluía dois prémios Nobel da economia (Sholes e Merton), apesar de não ter provocado uma crise financeira, evidenciou os potenciais riscos ou crises sistémicas que os *Hedge Funds* levantam. Esta falência do LTCM causou uma forte instabilidade no sistema financeiro e levou a uma intervenção da FED junto dos maiores bancos de Wall Street (todos eles credores do LTCM) para evitar a contaminação do sistema financeiro.⁶

A crise financeira iniciada em 2007, com o problema do “*sub-prime*”, evidenciou a ausência objetiva e rigorosa da medida do risco de determinados produtos financeiros, resultante de um défice grave da atividade de regulação que gerou uma falta de controlo da liquidez. A proliferação de mercados de ativos derivados (onde os *hedge funds* participam intensamente), com produtos altamente complexos levou a que determinados produtos (ditos tóxicos) fossem comercializados com uma avaliação de risco (papel das agências de notação financeira) errada, por ser grosseiramente sub-avaliada.

Aliás, atualmente, temos assistido a uma cada vez maior discussão do papel das agências de notação financeira, uma vez que estas não foram efetivamente capazes de advertir para os riscos de determinados produtos.⁷

⁶ Para uma análise às causas e consequências da falência do LTCM, vide, ROTH, Paul N. e Fortune Brian J., “Hedge Fund Regulation in the Aftermath of Long-Term Capital Management”, AAVN, *Hedge Funds: Law and Regulation*, coord., Iain Cullen e Helen Parry, 2001, 83-108.

⁷ Nomeadamente, no início deste ano, o Governo dos Estados Unidos submeteu um processo contra a Standard & Poor’s. O Departamento de Justiça acusa a agência de notação financeira de manipular deliberadamente a classificação de rating de produtos financeiros, cruciais para o início da atual crise.

No entanto, ainda que se reconheça que os *Hedge Funds* e os seus gestores não estivessem na origem desta crise, os riscos que a sua atividade levanta ao nível da segurança e integridade sistémica dos mercados justifica uma maior atenção sobre a sua atuação. Tornou-se fundamental uma maior regulação e supervisão da atividade bancária e financeira, uma vez que, o que parece certo, é que a crise iniciada em 2007, ocorreu sobretudo devida a uma falha dos mecanismos de regulação e supervisão nacionais e internacionais.⁸

A principal área de risco apontada para a atividade dos *Hedge Funds*, nomeadamente, pela literatura nacional, é a sua falta de transparência na aquisição de participações de controlo em empresas cotadas.⁹ Como os *Hedge Funds* funcionam numa lógica de curto prazo, ou seja, não se reveem como proprietários das sociedades, mas sim como veículos de investimento que originam mais-valias, estão empenhados na tomada de decisão com resultados de maximização no curto prazo, em vez de privilegiar a maximização do valor da empresa a longo prazo.¹⁰

Neste âmbito, os *Hedge Funds* tornam-se fontes de potenciais conflitos de interesses com as sociedades participadas com projeções relevantes no plano dos respetivos órgãos deliberativos (designadamente, os fenómenos de voto abusivo, voto concertado ou do chamado voto vazio) e os órgãos de administração (através da pressão para uma gestão de curto-prazo)¹¹. Relevando-se assim, o problema do alinhamento dos atos praticados pelos gestores (estratégias de curto prazo) com os fins para que haja sido criada a sociedade (maximização do valor da sociedade no longo prazo).

⁸ BESSA, Tiago, "Crise, regulação e supervisão de *Hedge Funds*", in: Revista de Direito das Sociedades, vol. II (2010), n.º 3/4, 851.

⁹ ANTUNES, J. Engrácia, "Os *Hedge Funds*" e o governo das sociedades", art.cit., BESSA, Tiago, ob.citada, DIAS, Gabriela Figueiredo, "Regulação e supervisão de *Hedge Funds*: percurso, oportunidade e tendências", Direito dos Valores Mobiliários, vol VIII, Coimbra Editora, 2008, entre outros.

¹⁰ BESSA, Tiago, ob.cit.,867.

¹¹ ANTUNES, J. Engrácia, "Os *Hedge Funds*" e o governo das sociedades", art.cit.,63.

Este problema (a conduta dos gestores) foi, nomeadamente, um dos temas que mais contribuiu para o desenvolvimento do chamado “Corporate Governance” – i.e. o desenvolvimento sistematizado das regras de boa conduta nas práticas empresariais de governo das sociedades, já desde inícios da década de 1990.

Os *Hedge Funds* como investidores institucionais¹² operam em ambientes competitivos, pelo que a sua forma de atuação no mercado não deve prejudicar a sua competitividade. È sabido que a detenção duradoura de títulos aumenta os custos de oportunidade decorrentes da imobilização do capital e da perda de potenciais ganhos de *trading* e arbitragem, existindo uma maior exposição aos riscos diversificáveis com eventuais riscos de liquidez, pelo que a participação na sociedade é vista por estes fundos como mera aplicação financeira de retorno máximo.¹³

Para que os *Hedge Funds* atuassem como acionistas empenhados na maximização do valor da sociedade a longo prazo era necessário que tivessem uma perspetiva de longo prazo na gestão das suas carteiras. Todavia, esses investidores administram fundos de que não são proprietários, pelo que o dever de lealdade exige-lhes a maximização do retorno no interesse dos beneficiários finais e no seu próprio interesse (uma vez que, eles são remunerados em função da rentabilidade obtida pelo fundo), o que os induz a terem uma visão que privilegia os resultados de curto prazo.¹⁴

¹² De acordo com o artigo 30º do Código dos Valores Mobiliários são investidores qualificados (vg. institucionais): as instituições de crédito (bancos); as empresas de investimento; as empresas de seguros; as instituições de investimento colectivo e respectivas entidades gestoras; os fundos de pensões e respectivas entidades gestoras; os fundos de titularização de créditos, respectivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei; as sociedades de titularização de créditos; as sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respectivas sociedades gestoras; outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, e ainda outras entidades, dotadas de uma especial competência e experiência relativas a valores mobiliários, que a CMVM qualifique, em regulamento, como investidores institucionais.

¹³ ANTUNES, J. Engrácia afirma que: “os derivados são essencialmente instrumentos financeiros de cobertura dos riscos inerentes à atividade económica (*hedging*), de especulação (*trading*) e de arbitragem (*arbitrage*).” – Os Instrumentos Financeiros, ob.cit. Sobre as funções económicas dos derivados vide em geral GIRINO, Emilio, I Contratti Derivati, 16 e segs, Giuffrè, Milano,2001; HUDSON, Alastair, The Law on Financial Derivatives, 15 e segs, 3rd edition, Sweet & Maxwell, London, 2002.

¹⁴ DIAS, Gabriela Figueiredo, ob. cit.,76-77

Dadas as limitações legais nacionais para a criação deste tipo de entidades e possivelmente o ambiente fiscal pouco vantajoso, os *Hedge Funds* que existem sediados em Portugal surgiram apenas neste últimos anos e estão, essencialmente, ligados à recuperação de empresas.

No entanto, parece-me que a análise do volume e atividade dos *Hedge Funds* nas sociedades anónimas em Portugal (que são maioritariamente ou exclusivamente de *Hedge Funds* sediados no estrangeiro) e a aferição do nível de influência na governação de tais sociedades torna-se relevante. Pois, apesar de existirem diversos estudos teóricos sobre os perigos desta atividade, não se encontram estudos empíricos deste fenómeno para o nosso mercado societário.

Assim, o presente estudo partirá de uma breve revisão literária deste tema, essencialmente baseada na visão da nossa doutrina e que tem discutido alguns dos problemas que a atividade destes fundos tem gerado no governo das sociedades e terá como objetivo determinar qual o papel (influência ou não, no governo das sociedades) dos *Hedge Funds* no mercado societário português. Iniciaremos com uma análise da presença dos fundos no nosso mercado, seguida de uma pesquisa e análise de eventuais exemplos deste ativismo em sociedades portuguesas cotadas.

Capítulo 1

Os *Hedge Funds*

1. Caracterização dos *Hedge Funds*

1.1 Evolução Histórica

Hedge Fund representa a designação internacionalmente consagrada da figura objeto de estudo que numa tradução feita á letra significa “fundo de cobertura”. No entanto, estes atualmente, não visam exclusivamente estratégias de cobertura de risco e a sua complexidade nas respetivas estruturas e estratégias, torna difícil a definição conceptual deste termo, pelo que não devemos restringir-nos à sua tradução literal.

O primeiro *hedge fund*, na aceção que hoje é lhe dada, foi supostamente criado em 1949, pelo norte-americano Alfred Winslow Jones, sociólogo e escritor da Revista Forbes, que se tornaria gestor deste fundo até 1970. O que tornou este fundo de investimento diferente dos demais foram as práticas de gestão inovadoras e complexas, que combinavam cobertura de risco de mercado com atividades especulativas, tendo em vista a maximização do

capital investido.¹⁵ A atribuição aos gestores de elevadas remunerações variáveis em função dos retornos obtidos foi outra das características diferenciadoras destes fundos.

Em 1966, a revista *Fortune* publicou um artigo que demonstrava a superioridade dos resultados obtidos por Jones em comparação com todos os outros fundos convencionais e isto, não obstante a cobrança de uma comissão de gestão de 20% sobre os resultados, percentagem muito superior às comissões praticadas pelos outros fundos tradicionais.¹⁶ Nos anos seguintes a criação de *Hedge Funds* disparou nos E.U.A.. O desenvolvimento tecnológico, a globalização dos mercados financeiros, o aparecimento de novos instrumentos e estruturas financeiras (mercado de derivados) que ocorreu ao longo da década de 90 levaram a uma consolidação deste tipo de fundos.

O já referido colapso do LTCM em 1998 (após este ter atingido níveis históricos de retorno na ordem dos 40% nos finais de 1997) a par da liquidação do Quantum Fund (outro hedge fund, que no mesmo período obteve rentabilidades próximas dos 30%) provocou uma crise nos mercados mobiliários, colocando o tema do risco sistémico¹⁷ em debate e obrigou a uma intervenção do FED, no sentido de permitir a liquidação das obrigações do LTCM perante os seus credores.¹⁸

Apesar deste clima de descrédito provocado pela liquidação do LTCM, a partir do início do séc. XX, o crescimento do número de *Hedge Funds* e dos montantes geridos por estes foi explosivo. Este crescimento tem ficado a dever-

¹⁵CULLEN, Iain, "*Hedge Funds: Structure and Documentation*", in AAVN, *Hedge Funds: Law and Regulation*, coord., Iain Cullen e Helen Parry, 2001, 1-15.

¹⁶DIAS, Gabriela Figueiredo, ob. cit.,67

¹⁷ O Comité de Bancos de Basileia, definiu o risco sistémico como sendo aquele em que a incumprimento de uma instituição em conseguir honrar os seus compromissos contratuais pode vir a gerar uma reação em cadeia, atingindo grande parte do sistema financeiro. Esta definição pressupõe uma elevada exposição direta entre as instituições, assim como relações de interligação, e de interdependência entre os agentes de um sistema ou mercado, no qual a insolvência ou falência de uma única entidade ou grupo de entidades pode provocar falências em cascata, o que poderia conduzir o sistema, ou o mercado como um todo a uma bancarrota.

¹⁸ O LTCM não seguiu a via normal da falência porque a lei norte-americana não submetia, na altura, as contrapartes nos contratos de derivados ao mesmo regime previsto para os credores comuns, o que a não ser assim, teria provocado a desagregação abrupta e desordenada do LTCM, com todas as consequências que daí adviriam para o mercado norte-americano.

se sobretudo ao aumento significativo da procura por parte dos investidores institucionais, com destaque para o fundo de pensões, os quais, perante o impasse dos mercados tradicionais e a necessidade de encontrar ativos com retornos positivos afetados a finalidades não especulativas (responsabilidade com pensões), têm vindo a mostrar um interesse crescente nos *Hedge Funds*, incluídos agora nas suas carteiras como forma de descorrelacionar os retornos obtidos com as condições adversas do mercado.¹⁹

Em 2005, estimava-se a existência de 11.000 *Hedge Funds* e fundos de *Hedge Funds*, contra os 2000 existentes, em 1992. Os activos sob gestão eram na ordem de 1,5 triliões de dólares, contra os 40 biliões de dólares em 1992. O pico do crescimento do volume de ativos geridos pelos *Hedge Funds* foi o ano de 2008, em que estes ultrapassaram os 2 triliões de dólares. Nos anos seguintes, e após a quebra abrupta em cerca de 25% em 2009 (consequência da crise financeira de 2007), este volume voltou a crescer sustentadamente, representando atualmente um volume outra vez muito próximo dos 2 triliões de dólares.²⁰

O risco implicado na exploração de *Hedge Funds* não se tem refletido num abrandamento do seu crescimento, muito provavelmente fruto da audácia dos seus gestores na busca de novos mercados e técnicas de gestão e estratégias de investimento cada vez mais inovadoras.

1.2 Principais Caraterísticas

O que nos permite identificar este tipo de fundos resulta de um conjunto de características particulares deste complexo fenómeno de investimento. De acordo com a caracterização realizada pela nossa literatura, e mais

¹⁹ DIAS, Gabriela Figueiredo, ob. cit.72-73

²⁰ http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Hedge_Fund.html

especificamente a proposta pelo Prof. Engrácia Antunes, os *Hedge Funds* tem três traços distintos fundamentais: quanto à sua natureza, são entidades jurídico-organizativas de investimento coletivo; quanto à função, contradistinguem-se por um conjunto muito diversificado de estratégias, ativos e instrumentos de investimento com o objetivo de retorno absoluto; quanto à sua disciplina, caracterizam-se por usufruir tradicionalmente de uma grande liberdade regulatória de atuação, dadas as escassas normas reguladoras específicas para estes fundos na generalidade dos ordenamentos jurídicos.²¹

Enquanto estruturas jurídico-organizativas de investimento coletivo, ou mais genericamente organismos de investimento coletivo em investimentos mobiliários (OICVM)²² os *Hedge Funds* caracterizam-se por ser legalmente atípicos (uma vez que não se incluem nos Organismos de Investimento Colectivo OIC, conforme art. 1º, n.º 2, do RJOIC).

Mas lícitos, uma vez que se poderão enquadrar nos fundos consagrados no n.º 11 do art. 1º do RJOIC, através do princípio de acolhimento geral de criação de fundos de investimento coletivo em que não exista recolha de capitais junto do público, cuja criação e funcionamento de tais estruturas, ditas alternativos, se concilia com as disposições legais societárias e financeiras em vigor.

Esta questão da atipicidade legal tem vindo a ser alterado ao longo do tempo, na medida em que os *Hedge Funds* têm sido introduzidos nas diversas ordens jurídicas internas de vários países europeus, originando nomeadamente novas designações como é o caso das “instituciones de inversión colectiva libre” em Espanha, dos “fondi speculativi” em Itália, dos “organismes de placement collective à règles d’investissement allégées” em França ou dos “Sondervermögen mit zusätzliche risiken” na Alemanha.

²¹ ANTUNES, J. Engrácia, “Os “*Hedge Funds*” e o governo das sociedades”, artigo cit., 13.

²² Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo (RJOIC) – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro.

Os *Hedge Funds* distinguem-se dos OICVM, na medida em que, são veículos de investimento privado, resultantes da subscrição privada ou particular de um número limitado de investidores qualificados ou profissionais (v.g. bancos, outras instituições creditícias, sociedades financeiras, intermediários financeiros, grandes empresas comerciais e industriais e investidores individuais de património elevado).²³ De acordo com o RJOIC, este número limitado não deverá ultrapassar os 100 (art. 3º, n.º 1, al.c), pois neste caso, já se consideraria existir recolha junto do público e este passaria a estar sujeito à forma de um OICVM. Esta característica, está ligada ao facto, dos *Hedge Funds*, por esta via, poderem evitar a regulação e supervisão geral dos fundos de investimento.

Por outro lado, os OICVM apenas podem assumir a forma de património autónomo, o Fundo de Investimento Mobiliário (FIM) ou uma sociedade comercial de tipo especial, a Sociedade de Investimento Mobiliário (SIM) – art.4º, n.º 1, do RJOIC. Os *Hedge Funds* apesar de ter património autónomo podem não ter personalidade jurídica e assumem frequentemente outras modalidades jurídicas organizativas diferentes da SIM, tais como, as sociedades em comandita simples, “*offshores*”, trusts, entre outras.

O segundo traço distinto e fundamental dos *Hedge Funds* é o do seu objetivo de retorno absoluto²⁴ sendo esta sua característica, unânime na literatura jurídica e económica. Assim, enquanto para os outros fundos o seu desempenho tem por referência um “*market benchmark*” – índices de mercado pré determinados (v.g. índices de ações, taxas de juro, cabazes de produtos ou outros) para um determinado segmento de mercado, os *Hedge Funds* visam alcançar o rendimento positivo máximo para os seus investidores, independentemente da conjuntura económica do mercado de capitais.

²³ Nos E.U.A, chamado de “high net worth individual (HNWI)”, definido como toda a pessoa singular que é titular de um investimento em ativos financeiros superior a 1 milhão de dólares. GANNON, Niall Joseph, *Investing Strategies for the High Net Worth Investor*, New York, McGraw Hill, 2009.

²⁴ J.WILEY&SONS, *Absolute Returns – Risk e Opportunities of Hedge Funds Investing*, , New York, 2003

Pelo que, não é de estranhar, que estes fundos tenham obtido algumas das suas melhores performances em alturas de baixas acentuadas dos mercados financeiros internacionais.²⁵ Isto tem sido possível, porque a utilização dos mais variados instrumentos de investimento pelos *Hedge Funds* permite seguir uma diversidade de estratégias de investimento, que aos outros fundos não lhes é permitido usar, dadas as suas condicionantes regulatórias ao nível das suas políticas de investimento.

Nos *Hedge Funds* os ativos financeiros tradicionais (ações, obrigações, etc.) são conjugados com outros instrumentos mais complexos, de mercados de ativos derivados e estruturas cotadas em mercado organizado ou de balcão, através do uso de técnicas de gestão financeira, com especial foco na alavancagem financeira (*leverage*) e vendas a descoberto (*short-selling*). É através do uso desta enorme diversidade de instrumentos, técnica e estratégias (meios) que estes fundos tentam cumprir a função da obtenção do máximo rendimento absoluto, mesmo em situações de contraciclo do mercado.

Em Portugal, a gestão dos fundos de investimento mobiliários, ditos fundos clássicos, regulada como anteriormente referimos pelo RJOIC, exige que neste tipo de fundos a atividade da entidade gestora seja realizada de acordo com uma estratégia de investimento pré-determinada (art.65º, n.º 1, al.e)), sobre um conjunto delimitado de instrumentos ou ativos financeiros líquidos (art.44º e segs. do RJOIC) e com exclusão do recurso a certas técnicas de investimento “*máxime*”, as chamadas vendas curtas (cf.art.34º, n.º 6, al.b do RJOIC).

Os fundos que não se enquadram neste quadro de regulação e supervisão são denominados de fundos alternativos, pelo que, dada a liberdade regulatória de atuação que é permitida a estes e que se assume como a sua tradicional característica, estaríamos tentados a encaixar aqui todos os *hegde funds*. No entanto, dada a natureza predominantemente privada da sua subscrição, não se

²⁵ CHANDLES, Beverly, *Investmenting with Hedge Funds* Giants- profit whethermarkets rise or fall, Financial Times Pitman Pub, London, 1998

afigura permitir o seu próprio enquadramento de princípio na categoria residual dos organismos de investimento coletivo em valor mobiliários não harmonizados.²⁶

1.3 Riscos e necessidades específicas de Regulação

Os *Hedge Funds* organizam a sua carteira em função das oportunidades do mercado e das respetivas ineficiências deste, apostando em ativos que, em cada momento ou circunstância, se afigurem suscetíveis de vir a proporcionar retornos elevados. Esta procura de retorno máximo e absoluto leva a que, por vezes, concentrem (ainda que temporariamente) as suas carteiras em certas classes de ativos ou emittentes. Assim, a regra típica da diversificação indutora da composição das carteiras dos OICVM e que ainda hoje é usado como uma das formas de minimizar o risco (não sistémico) inerente a um portfolio, não se observa como um critério de investimento nos *Hedge Funds*.

Os beneficiários destes fundos (supostamente) encaram a detenção de títulos como objetos de investimento de curto prazo (temporários) e não como proprietários/acionistas da sociedade, pelo que se dissociam da ideia de que os direitos de controlo da sociedade devem ser exercidos em benefício dos proprietários/acionistas. Daí que, os beneficiários finais dos fundos aceitem com a maior naturalidade comportamentos do tipo “*exit*” – expressão consagrada na literatura por Hirscham (1970) que corresponde à regra “se não gostas vende”. Fazendo com que estes, não encaram com forte apreensão o risco induzido na concentração de ativos pelos *Hedge Funds*.

²⁶ Posição defendida pelo Prof. José Engrácia Antunes, com a qual nos identificamos, dado que é a posição mais unânime da nossa literatura - vide VEIGA, A.Brandão, Fundos de Investimento Mobiliários e Imobiliários, 231 e segs, Almedina, Coimbra, 1999

As estratégias ou combinação de estratégias utilizadas nos *Hedge Funds* visam a minimização do risco global (no sentido “*to hedge*” – dado que o termo *hedge* no sentido de minimização de risco confunde, pois a maioria dos *Hedge Funds* são fortemente alavancados²⁷ e não “*hedged*”) através da tomada de uma posição de investimento que anula um específico risco (p.ex. usando o “*short selling*” ou posições cruzadas). Estamos aqui, a falar do chamado risco de mercado, uma vez que este advém das oscilações de mercado e da volatilidade típica dos ativos financeiros.

No entanto, existem outros riscos específicos que os *Hedge Funds* não subtraem. Nomeadamente, os *Hedge Funds* apresentam uma exposição elevada ao chamado “risco de gestor”: o que resulta do facto de o investimento ser fundamentalmente baseado nas percepções, convicções e avaliações pessoais desenvolvidas pelo gestor do fundo em relação a uma expectativa de retorno e na respetiva aptidão de detetar ineficiências pontuais do mercado e canalizar o investimento para esses nichos com a rapidez e a intensidade exatas.²⁸

Por outro lado, os *Hedge Funds* recorrem típica e intensivamente ao investimento em instrumentos derivados, sendo que o valor destes ao estar subjacente a um determinado ativo, tem implícito um elevado risco, pois pequenas variações no preço do activo subjacente podem provocar elevadas oscilações no valor do derivado e na carteira, no caso de estas posições serem descobertas (*naked*). Para além de que, estes atuando frequentemente com elevados níveis de alavancagem financeira, isto é, o recurso massivo ao crédito

²⁷A alavancagem financeira consiste num mecanismo de endividamento, com o objetivo de aumentar o capital disponível do fundo para investimento em instrumentos ou ativos financeiros sempre que a expectativa do ganho resultante da aplicação do montante mutuado seja superior à taxa de juro do endividamento. Como é evidente, o recurso ao *leverage* tem um impacto significativo nos resultados do investimento, conferindo justamente aos *hedge funds* a sua típica fisionomia de veículo de investimento coletivo de alto risco, susceptível de gerar maiores ganhos mas também de ser fonte de maiores perdas (como no caso citado do LTCM).

²⁸ DIAS, Gabriela Figueiredo, ob.cit.,80-81

e a operações de reporte, empréstimo de valores e leasing de ativos financeiros, aumentam exponencialmente o chamado risco de solvabilidade.

Esta prática de alavancagem não só aumenta o risco dos investidores detentores deste tipo de fundos, como se associa ao risco sistémico, na medida em que, expõe as instituições financeiras (credoras dos fundos) ao risco de incumprimento, potenciando o efeito de espiral de incumprimento destas, que afetará a estabilidade dos mercados financeiros.

Torna-se assim, entendimento comum, de que o *Hedge Funds*, comportando riscos específicos para os mercados e os investidores, reclamando também de uma regulação específica.

A regulação financeira centra-se em dois objectivos fundamentais: o funcionamento equilibrado do mercado através da promoção da estabilidade sistémica deste e a proteção dos investidores, nomeadamente os investidores não qualificados. Esta é feita através definição e imposição de regras de controlo e supervisão das atividades financeiras e visam a adopção de determinados comportamentos que promovam a transparência, correção e diligência profissional.²⁹

2. Regulação e Supervisão dos *Hedge Funds*

Na União Europeia, a primeira referência relevante relativa aos *Hedge Funds* surge em 2004, com a publicação no Jornal Oficial das Comunidades Europeias da “Resolução sobre o futuro dos «*Hedge Funds*» e dos Instrumentos Financeiros Derivados”. Nesta altura, países como a Itália, Espanha e Alemanha já tinham introduzido na sua ordem jurídica alguma regulação específica nesta matéria.

²⁹ BESSA, Tiago, ob.cit.,888.

Em 2009, assistimos a uma reforma do sistema financeiro da comunidade europeia, uma das reações à crise financeira de 2007, que visou a revisão do enquadramento da supervisão financeira a nível europeu. A publicação da Comunicação da Comissão ao Conselho Europeu (COM), no ano de 2009, na sua versão final, designada de COM(2009) 252 final, leva à criação de 2 instituições: o Conselho Europeu de Risco Sistémico (CERS) composto pelos governadores dos Bancos Centrais e o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) que é uma rede reforçada de 3 novas autoridades nacionais de supervisão; o Regulamento da Comissão Europeia n.º 1060/2009, de 17 de Novembro relativo às Agências de notação de risco – que introduziu a obrigatoriedade de registo para todas as agências de notação que operam na União Europeia e introduziu diversos requisitos para maior controlo desta atividade; e, as Recomendações C(2009) 3159 e C(2009) 3177, ambas de 30.04.2009 - sobre políticas e modelos de remuneração aplicáveis no sistema financeiro, visam reforçar a estabilidade dos mercados financeiros e a proteção dos investidores. Ainda nesta data, 30.04.2009, a Comissão apresentou uma proposta de Diretiva que teve como objetivo definir regras mais específicas sobre a autorização, atividade e transparência dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA), onde se incluem os *Hedge Funds*.

Em 2010, criou-se uma nova Comunicação da Comissão, a COM(2010) 301 final, que teve em vista criar uma maior segurança no sistema financeiro. A Diretiva n.º 2010/78/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 altera um leque alargado de diretivas do setor financeiro, no que diz respeito às competências da Autoridade Bancária Europeia (ABE), da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), também designada por “Diretiva Omnibus I”. A Diretiva n.º 2010/73/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de

2010, altera a diretiva relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a diretiva relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercado regulamentado. Estas duas diretivas foram transpostas parcialmente para a ordem jurídica interna através do Decreto-Lei n.º 18/2013 de 6 de Fevereiro. Este DL exclui as alterações introduzidas pela Diretiva Omnibus I à diretiva n.º 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (diretiva UCITS IV), as quais deverão ser objeto de transposição integrada num decreto-lei específico para esta.

A regulação comunitária incluiu os *Hedge Funds*, nos Fundos de Investimento Alternativo (FIA), a par com os *private equity funds*, *commodity funds*, *real estate funds* e *infrastructure funds*. Os *Hedge Funds*, na sua maioria, correspondem a patrimónios autónomos sem personalidade jurídica, logo, a imposição de deveres e obrigações a estes deverão passar pelas entidades que gerem esses patrimónios. A Diretiva 2011/61/UE do Parlamento e do Conselho, de 8 de Junho de 2011 Diretiva aplica-se a todos as entidades gestoras destes fundos não OICVM e visa estabelecer um mercado interno dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA), com um enquadramento regulamentar (através da autorização, atividade e transparência dos GFIA) e de supervisão harmonizado e rigoroso das atividades exercidas na União por todos os GFIA, abrangendo tanto os que têm sede num Estado-Membro (GFIA da UE) como os que têm sede num país terceiro (GFIA extra-EU). O facto de, a grande maioria dos gestores dos FIA estarem sediados na EU, enquanto a maior parte dos *Hedge Funds* estão sediados fora da EU, leva a que o impacto desta Diretiva seja mais significativo, do que se esta tivesse como único

objeto os próprios *Hedge Funds*. A atenção da União Europeia para com os GFIA's prende-se com a necessidade de aumentar a regulação e supervisão de todos os intervenientes e atividades financeiras que comportam riscos significativos para a estabilidade e integridade dos mercados, de forma a aumentar a proteção dos investidores.

Em Portugal, o Regulamento CMVM n.º 9/2003, de 2 de Outubro, permitiu pela primeira vez a criação de *Hedge Funds* em Portugal, ao regulamentar os chamados Fundos Especiais de Investimento (FEI), que na sua ratio compreendia a possibilidade destes se enquadrarem nos FEI. O Regulamento CMVM n.º 15/2003, de 18 de Dezembro que cria o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo, vem enquadrar, em termos legais, os Organismos de Investimento Colectivo (OIC) não harmonizados, e nomeadamente os Organismos Especiais de Investimento (OEI) onde se podem também incluir, alguns *Hedge Funds* (artigos 50º a 55º do Regulamento citado). No entanto, a forma que os OIC podiam assumir estava limitada aos Fundos de Investimento Mobiliário (FIM), uma vez que estes se tinham de enquadrar no regime geral – o RJOIC - pelo que só podiam assumir a forma de estrutura contratual, com património autónomo mas sem personalidade jurídica.

O DL n.º 71/2010, de 18 de Junho, veio regulamentar as Sociedades de Investimento Mobiliário (SIM), autorizando que estas adquirissem estrutura societária, abrindo-se assim a porta a que os *Hedge Funds* pudessem assumir a veste jurídica de SIM e, ao adquirirem personalidade jurídica, seguir o disposto nos Código das Sociedades Comerciais. Mas, assim como nos FIM, a constituição das SIM também dependem de autorização da CMVM e têm de cumprir um vasto conjunto de requisitos no que se refere à gestão, transparência e respetiva atividade (política de investimentos, rendimentos, etc.). Pelo que, esta nova veste jurídica, ainda que adaptável aos *Hedge Funds*, não é ainda a capa jurídica que expressa a verdadeira essência dos *Hedge Funds*.

Note-se que os *Hedge Funds* ao se caracterizarem por uma liberdade de atuação ao nível da gestão e composição das suas carteiras, fogem o mais possível da regulação estadual. A regulação mais flexível ou mesmo a sua inexistência acaba por ser um dos fatores decisivos na sua própria definição.

Os organismos de investimento coletivo em valor mobiliários não harmonizados, ainda que abranjam os OIC fechados (cujas unidades de participação são em número fixo) e os OIC que não obedecem às regras nacionais resultantes das diretivas comunitárias em matéria de fundos de investimento (art. 1.º, n.º 5 do RJOIC, art.49º do Regulamento CMVM n.º 15/2003) e que correspondem à matriz geral de muitos *Hedge Funds*, também pressupõe “*ex definitione*” a recolha dos seus capitais junto do público investidor (art.1º, n.º 2 do RJOIC e art.º 2º, n.ºs 1 e 3 do Regulamento CMVM N.º 15/2003), o que regra geral não é o caso dos *Hedge Funds*. Assim, somos de defender que não se pode proceder, por princípio, ao seu enquadramento nesta categoria residual, dada a natureza predominantemente privada da subscrição dos *Hedge Funds*.

Capítulo 2

Hedge Funds e Corporate Governance

1. O *Corporate Governance*

O *Corporate Governance* define o modo como a organização opera e atua, quer internamente, quer perante o mercado em geral, sendo uma vertente da sua performance. Assim, internamente, entende-se como o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; enquanto do ponto de vista externo, reporta-se à avaliação sobre o desempenho da sociedade. Este desempenho é medido através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.³⁰

A internacionalização das sociedades leva a que seja importante nivelar parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Os códigos de governo das sociedades – que podem definir-se, em sentido amplo, como os conjuntos sistematizados de normas de natureza recomendatória respeitantes ao bom governo das sociedades – têm revelado uma influência crescente na conformação das práticas das sociedades cotadas (sociedades

³⁰ Sobre este tema vide NUNES, Pedro Caetano, *Corporate Governance*, Almedina, 2006, 87-112; ABREU, Jorge Coutinho de Abreu, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, 7-47; CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 5ª edição, 2012, 502-508 e ALVES, Carlos Francisco, *Os investidores Institucionais e o Governo das Sociedades*, Almedina, 2005, 27-46.

emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado) e na motivação pessoal dos titulares de órgãos sociais e de acionistas na tomada de decisões ligadas à condução da atividade societária.

O *Corporate Governance* é um movimento que tem vindo a registar diversos desenvolvimentos, na medida em que o mercado e as instituições vão reconhecendo o impacto positivo que as práticas de “bom governo “ têm na estabilidade dos mercados financeiros e no crescimento económico. São notórios os grandes desenvolvimentos normativos e regulamentadores realizados nesta matéria.³¹

Em Portugal, temos um documento elaborado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), cuja data da primeira versão é de 1999 e que posteriormente foi sendo revisto, sendo atualmente designado por “Código do Governo das Sociedades da CMVM”. A última revisão efetuada a este código parte da alteração do quadro normativo dos modelos de governo das sociedades anónimas surgida com o Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março.

Este documento pretende transpor as soluções apresentadas pelo sistema jurídico nacional, apresentando um conjunto de recomendações que são tidas como as boas práticas internacionais indutoras de um bom governo das sociedades cotadas. Com este conjunto de recomendações, a CMVM não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objetivo é antes o de contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e de contribuir para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas.

O *Corporate Governance* tem conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores, nomeadamente, da tutela das minorias.

³¹ Ao longo da década de 90, e desde o pioneiro Relatório Cadbury (1992), relativo ao Reino Unido, sucederam-se múltiplos relatórios de grupos de peritos, tais como, o Relatório Hampel (1998), igualmente para o Reino Unido, o Relatório Viénot (1995), para França, o relatório Olivencia (1998) para Espanha, entre outros.

A separação e a divisão de funções entre acionistas, órgão de administração e gestores executivos leva a assimetrias de informação entre gestores (com mais informação) e os acionistas (com menos informação), que em virtude de existir uma divergência de interesses entre ambos, produz os custos denominados de custos de agência. Estes custos dividem-se em três tipos de custos para os acionistas: os que incorrem na fiscalização dos gestores (*monitoring expenditures*), os custos que advém do controlo sobre os gestores na subordinação dos seus interesses (*bonding expenditures*) e as perdas que resultam de decisões contrárias aos interesses dos accionistas que não puderam ser evitadas na sua totalidade (*residual loss*).³²

Cabe, cada vez mais, aos investidores institucionais a resolução deste problema, na medida em que estes detêm uma parte significativa dos ativos financeiros e conseqüentemente são eles que mais interesse têm em intervir no controlo da gestão das empresas em que participam, seja pelo exercício dos direitos de voto em Assembleia geral ou pela pressão no sentido do desenvolvimento de um modelo de governação que minimize os custos de agência.

A literatura aponta, nomeadamente, que um dos mecanismos de resolução deste problema, são os sistemas de governo das sociedades, para os quais os investidores institucionais são chamados (não só pelos académicos, mas também pelos profissionais, as autoridades públicas e organismos internacionais) a dar a sua contribuição para uma melhor *Corporate Governance*.

No plano académico temos Porter (1992), por exemplo, a encorajar os investidores institucionais a aumentarem o tamanho das suas posições acionistas em cada empresa, a reduzir as transações em mercado secundário, a alterar o seu sistema de retribuição no sentido de este refletir preferencialmente os resultados de investimentos de investimentos a longo prazo. Para Friedman

³² ALVES, Carlos Francisco, ob.cit.,16-75

(1996), o aumento do peso dos investidores institucionais nos mercados de capitais criou as condições necessárias ao incremento do aumento do controlo dos investimentos empresariais e a redução de independência dos gestores.

Kahn e Winton, por sua vez, desenvolveram um modelo em que a decisão de intervir na sociedade depende não só dos benefícios diretos que obtêm dessa intervenção mas também dos ganhos de trading que possam efetuar. Sendo que estes ganhos, dependem das características das empresas e dos mercados em que estas se inserem. Em empresas e mercados em que a informação é difícil ou custosa de obter os ganhos de trading tendem a ser maximizados, pelo que há um estímulo ao envolvimento dos acionistas institucionais. Se a informação é de fácil acesso e baixo custo, a componente de ganhos de trading perde importância e conseqüentemente o estímulo à intervenção provém apenas dos benefícios diretos.³³

Outra das razões que levam ao ativismo dos gestores destes fundos é o fato do seu desempenho ser aferido pela performance absoluta do fundo (e não relativa a um «*benchmark*») e as suas comissões de gestão incluem tipicamente, para além de uma percentagem fixa sobre o património do fundo (geralmente de 1% a 2%), uma percentagem variável pelo desempenho do fundo (“*performance fee*”) correspondente usualmente a 20%³⁴ dos lucros obtidos em cada ano de exercício. A ação dos gestores de fundos de pensões norte americanos California Public Employees’ Retirement System (CalPERS)³⁵ tem sido paradigmática no sentido crescente do acompanhamento da atividade das empresas por acionistas institucionais.

São imensos os exemplos do ativismo dos *Hedge Funds* na vida societária de algumas das maiores empresas de renome mundial. Na Europa, destaca-se o

³³ KAHN, C. e WINTON, A. (1998), “Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention”, *Journal of Finance*, Vol.42, n.º1, 123-140

³⁴ BESSA, Tiago, artigo.cit., 862 e DIAS, Gabriela Figueiredo, artigo cit., 67, entre outros.

³⁵ Para uma maior compreensão da actividade das CalPERS em matéria de corporate governance ver www.calpers-governance.org/ e Teachers Insurance and Annuity association-College Retirement Equities Funds (TIAA-CREF) (ver www.tiaa-cref.org/)

caso do fundo Elliott Advisers na mudança de administração (em 2011/2012) do National Express no Reino Unido, o hedge fund Pardus Capital Management na mudança estratégica (em 2007/2008) da empresa francesa Valeo, a batalha pela aquisição (em 2004/2005 e 2008/2009) do London Stock Exchange (LSE) entre o fundo Deutsche Börse e a Euronext com a TCI e a Atticus e a disputa (em 2009) entre o fundo Knight Vinke e a administração da italiana ENI em relação a uma possível reestruturação da empresa. Nos Estados Unidos são inúmeros os casos, um dos mais conhecidos casos de mudança de estratégia empresarial é o da Time Warner Inc que foi alvo de pressões públicas por parte de um fundo no sentido de suspender a estratégia num vultuoso programa de compra de ações próprias, na mudança de administração temos o caso da General Motors, que foi obrigada a admitir um representante de um fundo no seu órgão de administração e o caso da cisão da McDonalds, entre muitos outros do género.

2. Áreas de incidência do Ativismo dos *Hedge Funds*

As principais manifestações do ativismo dos gestores dos *Hedge Funds* na estrutura organizativa das sociedades participadas: “são elas os órgãos de administração (composição, funcionamento, estratégia, destituição), as assembleias gerais (com destaque para as procurações de voto – *proxy rights*³⁶), o controlo societário (com destaque para as ofertas públicas de aquisição) e as reorganizações societárias (fusões, cisões, transferência de ativos).³⁷

³⁶ Em termos genéricos, trata-se da prática consistente na angariação, por parte de grupos organizados (administradores, titulares de participações minoritárias significativas, núcleos duros de acionistas), de poderes de representação dos pequenos acionistas individuais nas assembleias gerais, como forma de majoração do poder de voto e de influência daqueles, que estão por vezes na origem de verdadeiras batalhas pelo controlo societário (*proxies fights*). Sobre a figura vide ANTUNES, J. Engrácia, “Voting and Proxy Rights of Shareholders in Portugal”, in: Baums, Theodor/Wymeersch, Eddy, “Shareholders Voting Rights and Practices in Europe and United States”, 231-256, Kluwer International Law, The Hague/London/Boston, 1999.

³⁷ ANTUNES, J. Engrácia, “Os “*Hedge Funds*” e o governo das sociedades”, artigo cit., 49-50

A monitorização dos órgãos de administração, através da designação de representantes ou afastamento de administradores é apenas uma das formas que os *Hedge Funds* usam para pressionar as administrações das empresas participadas a seguir as estratégias que lhes são mais convenientes. Face aos seus objetivos de máximo retorno, estes fundos chegam mesmo a exercer pressões públicas, como foi o tão conhecido caso da Time Warner Inc no mercado norte-americano.

Os objetivos destes fundos, por vezes, vão mesmo no sentido de conduzir as administrações a seguir estratégias de gestão de curto-prazo (*“short-terminism”*) em detrimento de projetos de longo prazo com criação de valor sustentado para os demais acionistas e para a própria sociedade.

As assembleias gerais são uma das formas mais utilizada pelos acionistas em geral para desempenhar um papel mais ativo no acompanhamento dos negócios. Os *Hedge Funds* aproveitam esta prerrogativa legal e usam-na dando uma dinâmica à participação na tomada de deliberações que contrasta com a tendencial passividade dos restantes investidores institucionais.

O recurso às procurações de voto são um dos meios mais utilizados pelos *Hedge Funds* como forma de incrementar o exercício de voto nas respetivas assembleias gerais. Sendo aqui, conforme salientam alguns autores, que residem alguns dos perigos do exercício deste direito. Estamos a falar do chamado “voto abusivo”, que face ao “objetivo de maximização do retorno do investimento, típico destes fundos, torna verosímil que o exercício do seu direito seja objetiva e subjetivamente preordenado à obtenção de vantagens especiais, independentemente dos prejuízos que tal possa causar à sociedade ou aos demais sócios.”³⁸

³⁸ sobre este ponto, vide KAHAN, Marcel/ROCK, Edward, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 1073 e sgs, in: 155 “University of Pennsylvania Law Review”(2007), 1021-1093 e ANTUNES, J. Engrácia, “Voting and Proxy Rights of Shareholders in Portugal”, in: Baums, TTheodor/Wymeersch, Eddy, “Shareholders Voting Rights and PPractices in Europe and United States”, 231-256, Kluwer International Law, The Hague/London/Boston, 1999.

Os perigos do voto conjunto também se levanta na medida em que, apesar dos *Hedge Funds* geralmente serem titulares de meras participações minoritárias (em média, representativas de 5% a 10% do capital das participadas), recorrem frequentemente a uma atuação concertada pejorativamente designada como “matilha de lobos” (“*wolf pack strategy*”).³⁹

Esta concertação permite-lhes obter um voto muito significativo, com grande poder de influência nas deliberações a voto, capaz de lhes assegurar em assembleias gerais a prossecução dos seus objetivos de retorno máximo.

Por fim, temos os perigos do chamado “voto vazio” ou esvaziamento do voto (“*empty voting*”), que “consiste essencialmente na titularidade de votos que não tem subjacente uma titularidade de capital” e que deriva das exceções (legais, estatutárias, fáctico económicas) ao princípio da proporcionalidade entre capital e voto. Os *Hedge Funds* através do recurso à alavancagem financeira realizada no mercado de derivados (p.ex. “forwards”, opções, “swaps, etc.) conseguem exponenciar o fosso entre a titularidade formal (votos) vs titularidade material (propriedade). Reiteradamente, verificamos que “estes fundos são especialmente criativos na desconexão entre direitos de voto e propriedade (...), sendo frequentemente titulares de mais votos do que ações – um padrão justamente apelidado de “esvaziamento de voto” uma vez que esses votos são exauridos da subjacente propriedade do capital.”⁴⁰

³⁹ OESTERLE, Dale, *Regulating Hedge Funds*, 12 in: “Entrepreneurial Business Law Journal” (2006), 1-42

⁴⁰ HU, Henry/BLACK, Bernard, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphale) Ownership*, 815, in: 79 “Southern California Law Review” (2006), 811-908

Capítulo 3

Exemplos do ativismo dos *Hedge Funds* nas sociedades cotadas portuguesas

1. Introdução

Na primeira parte deste trabalho descreveu-se que os *Hedge Funds* detêm interesses económicos próprios, muitas vezes em detrimento dos interesses dos detentores das unidades de participação empresarial numa lógica de longo prazo (lógica acionista, mais tradicional), nomeadamente, em momentos cruciais de tomadas de decisões/alterações estratégicas das empresas.

Estando na gênese dos custos de agência um conjunto de questões suscitadas pela separação entre propriedade e controlo, parece que a defesa dos interesses dos acionistas sugere um maior envolvimento da parte destes na condução dos negócios da sociedade.⁴¹

É nesta lógica que se insere o ativismo dos *Hedge Funds*, isto é, os gestores dos fundos visam influenciar as decisões dos gestores das empresas, seja pela apresentação de propostas de decisões em assembleia geral, seja por controlo de votos em assembleia, por negociação privada com os administradores, ou outras.⁴² Sendo que, nestes casos, esta influência visa a busca do máximo retorno absoluto (valorização da empresa no mercado financeiro) para o fundo,

⁴¹ O princípio da especialização postula a eficiência da separação entre a propriedade e a gestão (Jensen, 1983). No entanto, mais recentemente, outros autores, nomeadamente portugueses (influenciados por outros autores estrangeiros), defendem a maior intervenção dos investidores institucionais como indutores de uma melhor *corporate governance* (Carlos Alves, 2005 e Paulo Olavo da Cunha, 2012).

⁴² GILLAN, S. e T. STARKS (2000), "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol.57, n.º 2,275-305.

independentemente da existência ou não de valorização do potencial produtivo futuro da empresa.

O cada vez maior envolvimento dos *Hedge Funds* no controlo do governo das sociedades, surge no seguimento das recomendações do reforço da intervenção dos investidores institucionais nas sociedades por si participadas. (28) Estes são um dos custos inerentes às melhorias propostas de bom governo da sociedade. Trata-se de um problema de oportunismo, em que os *Hedge Funds* beneficiam desse envolvimento com vista à gestão dos seus interesses próprios.

Assim, pensamos ser relevante a análise das participações dos *Hedge Funds* nas sociedades portuguesas e analisar o tipo de ações destes no controlo do governo das nossas sociedades, por forma a confirmar e validar algumas das afirmações apresentadas, dado que não se conhecem estudos desta natureza para Portugal.

Ainda que o mercado português seja relativamente pequeno, este também tem registado de forma generalizada, uma tendência no sentido de os investidores institucionais gerirem uma quantidade de ativos do nosso mercado cada vez maior. Tal advém, do fato de cada vez mais os investidores contrataram a gestão das suas carteiras junto de especialistas. Sendo igualmente relevante a subcontratação dos serviços de gestão de carteiras.

Constituirá primeiro objetivo deste capítulo caracterizar a estrutura acionista de um determinado conjunto de empresas nacionais, por forma a determinar a percentagem de participações detidas por fundos, nomeadamente *Hedge Funds* e quais as empresas alvo do nosso mercado.

Para realizar o estudo, iniciamos pela definição e caracterização de uma amostra representativa do nosso mercado financeiro.

2. Definição da Amostra

No que se refere ao número de empresas a analisar, optamos por analisar as que compõem o PSI20, por se tratarem daquelas que apresentam maior relevância para o mercado financeiro nacional e internacional e por serem empresas que, supostamente, têm maiores preocupações pelo respeito das melhores normas de *Corporate Governance*.

O PSI-20 (acrônimo de Portuguese Stock Index 20) é o principal índice da Euronext Lisboa e, portanto, o principal índice de referência do mercado de capitais português. É composto pelas ações de vinte das maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa e reflete a evolução dos preços dessas ações, que são as de maior liquidez entre as negociadas no mercado português.

Estamos conscientes que esta limitação imposta por questões de operacionalidade, poderão deixar de fora algumas empresas, que dadas as suas características específicas, poderão ser apetecíveis à entrada dos *Hedge Funds*, nomeadamente, os fundos nacionais (para recuperação de empresas que foram anteriormente citados).

No entanto, como o nosso objetivo é a análise para a atividade generalizada dos fundos no seio do governo das sociedades, parece-nos que as empresas que compõem o PSI20 são aquelas que correspondem ao requisito de liquidez dos *Hedge Funds* mais relevantes que atuam no mercado internacional, pois estas empresas têm dimensão suficiente para permitir a entrada e a saída (venda de posição - "exit") dos *Hedge Funds* do mercado de forma fluida. Embora, se reconheça que no nosso mercado, na maioria das vezes estas transações se efetuem por negociação direta.

A capitalização bolsista⁴³ das emissões que compõem o PSI-20 é ajustada pelo free float (quantidade de ações à livre negociação no Mercado, detidas supostamente pelo público investidor), não podendo cada emissão ter uma ponderação superior a 20% nas datas de revisão periódica da carteira. Devido às suas características, o índice PSI-20 foi selecionado pelo mercado para servir de subjacente a produtos estruturados, cuja rentabilidade depende, de uma ou de outra forma, do comportamento do mercado bolsista português.

O PSI20 atualmente é composto pelas seguintes empresas: Altri, Banif, BPI, BCP, BES, Cofina, EDP, EDP Renováveis, Galp, Jerónimo Martins, Mota-Engil, Novabase, Portucel, Portugal Telecom, REN, Semapa, Sonae Indústria, Sonae, Sonaecom e ZON Multimédia.

3. Características da Amostra

ALTRI SGPS, S.A.

Altri Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Altri Participação de Fundos			
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos			
Gestores de Activos	37	13,05%	26,77	65,58	Hedge Funds	0	0,00%	0
Corretoras	0	0,00%	0	0	Mutual Funds	67	14,12%	28,96
Accionistas Estratégicos								
Holdings	6	39,48%	80,98	199,03				
Empresas	1	14,14%	29	71,27				
Investidores individuais	0	0,00%	0	0				
Entidades Públicas	0	0,00%	0	0				
	44	66,67%	136,75	335,88				
Free Float		46,38%						

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Altri é um produtor europeu de referência na produção de pasta de eucalipto e na gestão florestal. A Altri foi criada em 2005 como resultado do

⁴³ A capitalização bolsista (em inglês market capitalization ou market cap) de uma empresa, é uma estimativa do valor total da empresa a partir da sua cotação em bolsa. É calculada multiplicando a cotação atual pelo número total de ações emitidas em circulação (não somente as cotadas, mas todas as existentes não recompradas). Ou, no caso de existir diluição significativa provocada pela emissão de opções, o número de ações “diluídas” multiplicado pela cotação atual.

processo de reestruturação da Cofina, através de um spin-off dos activos industriais da Cofina. O atual presidente, Paulo Jorge dos Santos Fernandes, foi um dos fundadores da Cofina (sociedade que deu origem à Altri, por cisão), tendo estado directamente envolvido na gestão do Grupo desde a sua criação.

Em Junho de 2008, efetuou-se uma operação de cisão (spin-off) na FRamada, passando a Altri a ser uma empresa exclusivamente centrada na atividade florestal e na produção de pasta de papel. Atualmente a Altri tem três fábricas de pasta de eucalipto branqueado – a Celbi, a Caima e a Celtejo.

BANIF SGPS, S.A.

Banif Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Banif Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	10	1,12%	6,41	1,06	Mutual Funds	22	1,13%	6,44	1,11
Corretoras	0	0,00%	0	0		67	1,13%	6,44	1,11
Accionistas Estratégicos									
Holdings	0	0,00%	0	0					
Empresas	0	0,00%	0	0					
Investidores individuais	0	0,00%	0	0					
Entidades Públicas	0	0,00%	0	0					
	10	1,12%	6,41	1,06					
Free Float		100,00%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

O Banif - Banco Internacional do Funchal é um grupo financeiro que entrou no PSI20 em Março de 2011. O negócio doméstico do Banif está repartido pelas seguintes áreas: Banca Comercial - Banif - Banco Internacional do Funchal; Banca de Investimento - Banif Banco de Investimento, Banif Gestão de Activos, Banif Açor Pensões e Banif Capital; Crédito Especializado - Banif Mais e Banif Rent; Imobiliário - Banif Imobiliária; Seguros - Açoreana Seguros. O negócio internacional do Banif está repartido pelas seguintes áreas: Banca Comercial - Banif Bank e Banif Banco; Banca de Investimento - Banif Investment Managers, Banif (Cayman), LTD, Banif Financial Services, Inc. , Banif Securities, Inc., Banif International Asset Management e Banif Multifund, LTD.

O Banif é um banco tradicional fundado por Horácio Roque e esta no mercado desde 1988. Atualmente está a realizar um plano de capitalização

global de 450 milhões de euros, necessário para que o Banif consiga cumprir os requisitos de capital e diluir a participação do Estado no banco – que chegou a superar os 99% quando foram injetados 1,1 mil milhões de euros estatais na instituição financeira, no início deste ano.

BPI SGPS, S.A.

BPI Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					BPI Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	40	2,12%	29,44	37,61	Mutual Funds	79	2,09%	29,12	37,37
Corretoras	0	0,00%	-	-	Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos									
Empresas	2	48,37%	672,41	836,61		80	2,09%	29,12	37,37
Investidores individuais	1	19,47%	270,64	336,73					
Holdings	1	8,83%	122,74	152,72					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	44	78,79%	1.095,23	1.363,67					
Free Float		23,33%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

O Banco Português de Investimento, matriz original do Grupo BPI, desenvolve a atividade de Banca de Investimento - Acções, Corporate Finance e Private Banking - no âmbito geográfico da Península Ibérica e dispõe de uma vasta rede de presenças no exterior. Na Gestão de Activos, o BPI detém posições muito relevantes na gestão de fundos de investimento, fundos de pensões e seguros de vida-capitalização, que distribui através do Banco BPI e do Banco Português de Investimento. O BPI detém a Inter-Risco que é uma sociedade gestora da carteira de investimentos do tipo *private equity* e de outros fundos de *private equity* participados por diversos investidores externos.

A Sociedade Portuguesa de Investimentos nasceu em 1981, contava com uma estrutura accionista diversificada, constituída por 100 das mais dinâmicas empresas portuguesas - e um conjunto de cinco das mais importantes instituições financeiras internacionais. Artur Santos Silva foi o seu fundador do Grupo BPI tendo liderado, em termos executivos, o projecto BPI até à Assembleia Geral de Accionistas de 20 de Abril de 2004, na qual abandonou o

cargo de Presidente da Comissão Executiva do Banco BPI, em virtude de ter atingido o limite de idade (62 anos).

Em 1985, a SPI transformava-se em Banco de Investimento. Em 1995, o BPI foi transformado numa holding bancária sob a forma de SGPS. Um ano depois, em 1996, dava-se início, com a aquisição do Banco de Fomento e do Banco Borges, ao processo de integração dos três bancos do Grupo BPI, que culminaria, dois anos depois, na criação do banco BPI.

BCP, S.A.

BCP Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					BCP Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	64	11,22%	2.210,78	238,12	Hedge Funds	0	0,00%	-	-
Corretoras	0	0,00%	-	-	Fundos de Pensões	1	0,00%	0,01	-
Accionistas Estratégicos					Mutual Funds	128	5,88%	1.158,40	138,60
Empresas	5	29,77%	5.867,52	580,62		129	5,88%	1.158,41	138,60
Investidores individuais	1	2,79%	549,60	54,39					
Hodings	0	0,00%	-	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	70	43,78%	8.627,90	873,13					
Free Float		67,44%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

O Banco Comercial Português, S.A. (BCP) foi fundado em 1985, na sequência da desregulamentação do sistema bancário português e foi fundado com o suporte de um grupo de mais de 200 acionistas fundadores.

O BCP desenvolve a atividade de banca universal, onde actua sob a marca Millennium, tem uma sociedade gestora de fundos de investimentos, investimento imobiliário, seguros e gestão de fundos de investimento imobiliário. Além de ter uma posição consolidada no mercado português, o Grupo BCP é também uma instituição de referência na Europa e em África, através das suas operações bancárias na Polónia, Roménia, Suíça, Angola e Moçambique. O Banco opera também em Macau, através da sua sucursal *on-shore*.

Grupo BES, S.A.

BES Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					BES Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	144	19,91%	800,09	939,12	Mutual Funds	462	8,04%	323,19	332,59
Corretoras	0	0,00%	-	-	Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos					Hedge Funds	2	0,03%	1,38	0,83
Holdings	1	35,29%	1.417,93	1.674,38		465	8,08%	324,57	333,42
Empresas	2	12,90%	518,31	612,06					
Investidores individuais	0	0,00%	-	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	147	68,10%	2.736,33	3.225,56					
Free Float		51,81%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

O Grupo Banco Espírito Santo (BES) teve origem na atividade de José Maria do Espírito Santo e Silva em meados do Séc. XIX numa casa bancária, que em 1920 é transformada em banco pelo seu filho. Falecido o fundador em 1915, a firma dissolve-se e o seu filho cria a Casa Bancária Espírito Santo Silva & C^a., que em 1920, se transforma em Banco. Com um novo modelo de gestão implementado por Ricardo Oliveira Espírito Santo Silva, a partir de finais de 1932, inicia-se uma fase de consolidação e expansão da empresa.

O BES está estruturado em diferentes unidades de negócio, que determinam a sua maior especialização: banca, banca de investimento, capital de risco, crédito especializado, gestão de activos, seguros e sociedades emitentes, através do BES Finnace (I.Caimão). A presença do grupo faz-se sentir hoje em 25 países e 4 continentes, através de sucursais, escritórios de representação ou empresas participadas, fazendo do Grupo Banco Espírito Santo o mais internacional dos grupos financeiros portugueses.

COFINA SGPS, S.A.

Cofina Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Cofina Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais									
Gestores de Activos	11	1,02%	1,04	0,73					
Corretoras	0	0,00%	0	0					
Accionistas Estratégicos									
Investidores individuais	5	40,31%	41,35	28,23					
Empresas	2	29,49%	30,25	21,01					
Holdings	0	0,00%	0	0					
Entidades Públicas	0	0,00%	0	0					
	18	70,82%	72,64	49,97					
Free Float		30,20%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

Fundada em 1995, a Cofina é uma das principais empresas de media portuguesas. Atualmente a empresa detém um portfolio de 5 jornais e 9 revistas em Portugal. O principal título que a Cofina possui é o jornal diário “Correio da Manhã”, líder no segmento de jornais diários. Nos jornais e revistas, destaca-se o jornal desportivo diário “Record”, o gratuito “Destak”, a revistas de informação “Sábado” e feminina “Máxima”. A Cofina está cotada na bolsa de valores de Lisboa desde 1998.

O atual Presidente da Cofina Holding e da sub-holding Cofina Media é um dos fundadores da Cofina, Paulo Jorge dos Santos Fernandes.

EDP – Energias de Portugal, S.A.

EDP Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					EDP Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais									
Gestores de Activos	252	25,88%	798,99	2.549,68					
Corretoras	0	0,00%	-	-					
Accionistas Estratégicos									
Empresas	4	43,47%	1.342,13	4.241,40					
Holdings	2	6,79%	209,53	662,17					
Investidores individuais	1	5,44%	168,08	531,16					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	259	81,58%	2.518,73	7.984,41					
Free Float		44,30%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A EDP – Energias de Portugal foi criada em 1976, após a fusão de 13 empresas que tinham sido nacionalizadas no ano anterior. Três décadas depois, a empresa cresceu, alargou a atividade e expandiu negócios. Além do sector elétrico, produção, distribuição e comercialização, tem também, uma presença

relevante no sector do gás da Península Ibérica. Está também presente no Brasil com produção, distribuição e comercialização de eletricidade.

EDP Renováveis, S.A.

EDP R Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					EDP R Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	125	9,72%	84,76	419,98	Hedge Funds	1	0,16%	1,42	4,95
Corretoras	0	0,00%	-	-	Mutual Funds	282	9,59%	83,64	432,68
Accionistas Estratégicos					Fundos de Pensões	1	0,00%	0	-
Empresas	1	77,53%	676,28	3.611,92		284	9,75%	85,06	437,63
Holdings	0	0,00%	-	-					
Investidores individuais	0	0,00%	-	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	126	87,25%	761,04	4.031,90					
Free Float		22,47%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A EDP Renováveis, detida em 77,5% pelo Grupo EDP, opera nos mercados de energias renováveis, fundamentalmente na energia eólica e solar. As suas actividades eólicas são desenvolvidas na Europa (Portugal, Espanha, França, Bélgica, Itália, Polónia e Roménia), nos Estados Unidos, através da EDP Renewables North America (anteriormente Horizon Wind Energy) e no Brasil. A actividade solar é desenvolvida na Roménia.

Grupo GALP Energia

Galp Energia Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Galp Energia Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	234	14,16%	109,2	1.703,90	Hedge Funds	4	0,17%	1,34	22,63
Corretoras	0	0,00%	0	-	Fundos de Pensões	1	0,00%	0	0,01
Accionistas Estratégicos					Mutual Funds	818	11,47%	88,47	1.372,91
Holdings	1	41,23%	317,93	5.165,16		823	11,64%	89,81	1.395,55
Empresas	1	26,17%	201,84	3.279,08					
Investidores individuais	0	0,00%	0	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	0	-					
	236	81,56%	628,97	10.148,14					
Free Float		32,60%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Galp Energia foi constituída em 22 de abril de 1999 com o nome de GALP – Petróleos e Gás de Portugal, SGPS, S. A. e com o objetivo de explorar os negócios do petróleo e do gás natural na sequência da reestruturação do setor

energético em Portugal. A Galp Energia agrupou a Petrogal e a Gás de Portugal (GDP). A Galp Energia é totalmente detida pelo Estado português. Mas irá dar-se a privatização da Galp Energia através dum aumento de capital subscrito pela Petrocontrol, EDP, Caixa Geral de Depósitos, Portgás e Setgás.

O grupo Galp Energia é constituído pela Galp Energia e empresas subsidiárias, entre elas, a Petróleos de Portugal – Petrogal, S.A., a GDP – Gás de Portugal, SGPS, S.A., a Galp Power, SGPS, S.A. e a Galp Energia, S.A.. As suas atividades desenvolvem-se em: Portugal, Espanha, Brasil, Angola, Venezuela, Moçambique, Cabo Verde, Guiné-Bissau, Suazilândia, Gâmbia, Timor-Leste, Uruguai, Guiné-Equatorial, Namíbia e Marrocos.

Grupo Jerónimo Martins

Jerónimo Martins | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

Institucionais	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Gestores de Activos	202	16,58%	104,35	2.092,85
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Empresas	2	61,14%	348,73	7.498,87
Holdings	0	0,00%	-	-
Investidores individuais	0	0,00%	-	-
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	204	77,72%	453,08	9.591,72
Free Float		38,86%		

Jerónimo Martins | Participação de Fundos

Fundos	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Hedge Funds	2	0,18%	1,12	19,57
Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Mutual Funds	708	16,59%	104,39	2.057,26
	711	16,77%	105,51	2.076,83

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Jerónimo Martins é um grupo internacional com sede em Portugal, que atua no ramo alimentar, nos sectores da Distribuição, da Indústria e dos Serviços. A sua principal actividade é a Distribuição Alimentar: através das cadeias de supermercados (Pingo Doce) e CASH&CARRY (Recheio) em Portugal, de lojas alimentares de proximidade na Polónia (Biedronka) e na Colômbia (ara). A actividade industrial do Grupo é constituída pelas operações industriais da Unilever Jerónimo Martins e da Gallo Worldwide.

Em 1792, o jovem galelo Jerónimo Martins abre uma loja no Chiado que ao fim de dois séculos se veio a transformar no grupo que é hoje. Em 1949, o grupo

entra na atividade industrial, através da joint-venture com a multinacional Unilever. Em 1988, o grupo adquire o Recheio e entra no sector grossista.

Grupo Mota – Engil

Mota-Engil | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

Institucionais	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Gestores de Activos	42	6,98%	14,28	33,47
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Empresas	2	72,84%	149,06	308,19
Holdings	0	0,00%	-	-
Investidores individuais	0	0,00%	-	-
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	44	79,82%	163,34	341,66
Free Float		27,16%		

Mota-Engil | Participação de Fundos

Fundos	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Mutual Funds	75	6,94%	14,21	31,78
Hedge Funds	0	0,00%	-	-
Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
	76	6,94%	14,21	31,78

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Mota-Engil desenvolve um vasto leque de atividades ligadas à Engenharia e Construção, Ambiente e Serviços, Concessões de Infraestruturas de Transportes e Mineração e está presente em 20 países e 3 continentes – Europa, África e América Latina.

Em 1946, Manuel António da Mota, fundou em Amarante a Mota & Companhia. Em 1987, esta transforma-se em S.A. com posterior dispersão de 12% do seu capital pelo público e admissão à Bolsa de Valores. Em 1999, empresa do universo da família Mota lançam uma OPA sobre a totalidade do capital da Engil SGPS de que resultou, já no decorrer de 2000, na formação do Grupo Mota – Engil. Em 2005, o grupo entra no PSI20.

NOVABASE SGPS, S.A.

Novabase | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

Institucionais	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Gestores de Activos	15	17,75%	5,57	17,89
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Investidores individuais	9	55,64%	17,47	53,02
Empresas	0	0,00%	-	-
Holdings	0	0,00%	-	-
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	24	73,39%	23,04	70,91
Free Float		44,36%		

Novabase | Participação de Fundos

Fundos	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Mutual Funds	26	9,66%	3,03	10,93
	26	9,66%	3,03	10,93

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Novabase surge em 1989 como software-house, especialista no desenvolvimento de soluções à medida. Durante a segunda metade dos anos 1990 a Novabase posicionou-se como integrador de sistemas, aumentando a abrangência da sua oferta, construindo uma rede de empresas especializadas, cada uma delas, numa dada classe de sistemas. Ticketing para Transportes (Octal em 2000), a oferta de Infra-estruturas avançadas (GE Capital IT Solutions Portugal em 2002) e as soluções para TV Digital (participação na alemã TechnoTrend em 2004). Em 24 anos a Novabase tornou-se líder português em Tecnologias de Informação, estando cotada na Euronext Lisbon desde 2000.

PT SGPS, S.A.

PT | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais				
Gestores de Activos	188	39,03%	349,91	1.802,14
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Holdings	3	30,12%	270,03	1.408,23
Empresas	2	3,58%	32,07	161,55
Investidores individuais	4	2,28%	20,48	106,73
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	197	75,01%	672,49	3.478,65

Free Float 64,02%

PT | Participação de Fundos

	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Fundos				
Mutual Funds	667	18,09%	162,22	815,16
Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Hedge Funda	1	0,14%	1,28	4,83
	669	18,23%	163,50	819,99

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Portugal Telecom (PT) é uma operadora global de telecomunicações líder a nível nacional em todos os setores em que atua. A atividade da empresa abarca todos os segmentos do setor das telecomunicações: negócio fixo, móvel, multimédia, dados e soluções empresariais. A presença internacional da PT estende-se a países como Cabo Verde, Moçambique, Timor, Angola, Quênia, China, Brasil, São Tomé e Príncipe e Namíbia.

Grupo Portucel Soporcel

Portucel Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Portucel Participação de Fundos			
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos			
Gestores de Activos	54	3,31%	25,44	84,89	Hedge Funds	0	0,00%	-
Corretoras	0	0,00%	-	-	Fundos de Pensões	1	0,00%	-
Accionistas Estratégicos					Mutual Funds	105	3,78%	29,01
Empresas	1	75,85%	582,17	2.113,21		106	3,78%	29,01
Holdings	0	0,00%	-	-				95,04
Investidores individuais	0	0,00%	-	-				
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-				
	55	79,16%	607,61	2.198,10				
Free Float		24,15%						

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

Em 1953, dá-se o início de atividade da Companhia Portuguesa de Celulose em Cacia, com a produção de pasta crua de pinho, projeto liderado pelo Eng^o Manuel Santos Mendonça (avô do atual Presidente do Conselho de Administração, Sr. Pedro Queiroz Pereira). Em 1976, dá-se a constituição da Portucel - Empresa de Celulose e Papel de Portugal EP, empresa resultante do processo de nacionalização da indústria de celulose. Em 1984, inicia a atividade da Soporcel - Sociedade Portuguesa de Papel, S.A. com o arranque da fábrica de pasta da Figueira da Foz. Em 2001, a Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A. adquire a totalidade do capital da Soporcel - Sociedade Portuguesa de Papel, S.A.. Em 2003 inicia a segunda fase de privatização da Portucel, S.A. e no ano seguinte dá-se a aquisição de 67,1% do capital da Portucel, S.A. pelo grupo Semapa.

As vendas do Grupo Portucel Soporcel têm como destino 113 países nos cinco continentes, com destaque para a Europa e EUA. O Grupo gere um património florestal de cerca de 120 mil hectares e ocupa também uma posição de destaque no sector da energia.

REN SGPS, S.A.

Ren Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Ren Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	37	10,59%	27,71	79,52	Mutual Funds	71	11,26%	29,46	85,29
Corretoras	0	0,00%	-	-	Hedge Funds	1	0,18%	0,46	1,12
Accionistas Estratégicos					Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Empresas	6	63,43%	165,97	508,14		73	11,44%	29,92	86,41
Holdings	2	15,70%	41,08	125,77					
Investidores individuais	0	0,00%	-	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	45	89,72%	234,76	713,43					
Free Float		20,87%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A REN - Redes Energéticas Nacionais atua em duas grandes áreas de negócio: o transporte de eletricidade em muito alta tensão e a gestão técnica global do Sistema Elétrico Nacional e o transporte de gás natural em alta pressão e a gestão técnica global do Sistema Nacional de Gás Natural. A REN está também presente no negócio das telecomunicações, através da RENTELECOM, que inclui serviços diversificados, passando pelas infraestruturas, serviços geridos ou consultoria.

Na sequência da segunda fase de reprivatização da REN, a empresa celebrou uma parceria estratégia industrial com a multinacional chinesa State Grid. Também decorrente da reprivatização da REN foi desenvolvida uma parceria financeira com a multinacional Oman Oil Company.

SEMAPA – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.

Semapa Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Semapa Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	60	29,98%	35,48	273,56	Hedge Funds	1	0,09%	0,10	0,63
Corretoras	0	0,00%	-	-	Fundos de Pensões	1	0,01%	0,01	0,07
Accionistas Estratégicos					Mutual Funds	108	19,26%	22,79	176,66
Empresas	1	48,89%	57,85	434,32		110	19,36%	22,90	176,73
Holdings	0	0,00%	-	-					
Investidores individuais	0	0,00%	-	-					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	61	78,87%	93,33	707,88					
Free Float		51,11%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A constituição da Semapa dá-se em 1991 com o objetivo de concorrer à reprivatização das empresas "Secil – Companhia Geral de Cal e Cimento, S.A." e "CMP – Cimentos Maceira e Pataias, S.A.". Em 2000, inicia a internacionalização do Grupo com a aquisição em concurso público de 98,7% da Cimenteira tunisina "Société des Ciments de Gabés". Em 2008, concretiza-se a aquisição do Grupo ETSA, que permite a entrada da Semapa no sector do ambiente, no mercado de gestão de resíduos. Em 2011, a Semapa reforçou a sua posição acionista para 78,10% dos direitos de voto da Portucel.

A Semapa é um dos maiores grupos industriais portugueses, com presença em vários continentes, com mais de três quartos do seu volume de negócios gerados no mercado externo. Tem como atividade a gestão indireta de participações, organizadas em três áreas de negócio de cariz industrial: papel e pasta de papel, através da participação no Grupo Portucel; cimentos e derivados, através de participações no Grupo Secil e ambiente, através da participação no Grupo ETSA.

SONAECOM SGPS, S.A.

Sonaecom Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Sonaecom Participação de Fundos				
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)		Type	% O/S	Position (ml)	Value (ml)
Institucionais					Fundos				
Gestores de Activos	44	6,85%	25,10	51,79	Mutual Funds	92	6,46%	23,64	47,10
Corretoras	0	0,00%	-	-	Hedge Funds	1	0,28%	1,01	1,43
Accionistas Estratégicos									
Holdings	2	56,06%	205,33	409,75		93	6,74%	24,65	48,53
Empresas	1	20,00%	73,25	143,13					
Investidores individuais	3	0,14%	0,52	1,03					
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-					
	50	83,05%	304,20	605,70					
Free Float		23,80%							

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

Criada em 1994, a Sonaecom assume a atual designação em 1999. A Sonaecom é uma empresa cujo capital é maioritariamente pertencente à Sonae SGPS. Em 2000 dá-se o lançamento da Bizdirect, no ano seguinte a WeDo. Em 2003, faz o lançamento da Mainroad e em 2007 da Saphety. Em agosto deste ano

deu-se a fusão da Optimus com a Zon, via incorporação total da Optimus na Zon – ora, ZonOptimus.

A Sonaecom é a sub-holding do Grupo Sonae para a área de Software e Sistemas de Informação, Media e Telecomunicações. A empresa atua em três áreas principais de negócio, designadamente: Software e Sistemas de Informação (Bizdirect, Mainroad, WeDo e Saphety); Media (Público); Telecomunicações (ZonOptimus).

SONAE Indústria SGPS, S.A.

Sonae Indústria | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

Institucionais	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Gestores de Activos	18	6,69%	9,37	6,50
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Empresas	2	51,36%	71,90	46,39
Investidores individuais	2	0,08%	0,11	0,07
Holdings	0	0,00%	-	-
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	22	58,13%	81,38	52,96
Free Float		48,56%		

Sonae Indústria | Participação de Fundos

Fundos	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Mutual Funds	36	6,34%	8,87	6,32
Hedge Funds	1	0,08%	0,11	0,06
	37	6,42%	8,98	6,38

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Sonae foi fundada em 1959 na Maia e sua denominação atual surgiu a partir das iniciais da designação social da empresa: SONAE - Sociedade Nacional de Estratificados, SARL. Em 1975, a Sonae inicia a atividade no sector da química industrial, através da produção de resinas melamínicas e fenólicas. No primeiro semestre de 1999, a fusão entre a Inparsa, a Figest e a Sonae Investimentos SGPS, deu origem à Sonae SGPS - Sociedade Gestora de Participações Sociais, SA. A Sonae Industri passou a ser maioritariamente detida pela Sonae SGPS, SA. Em Setembro de 2005, teve início a operação de cisão-fusão e fusão da Sonae – SGPS, S.A. por destaque de parte da participação detida por esta sociedade na Sonae Industria – SGPS, S.A. (adiante SI) e a sua incorporação na sociedade Sonae 3P – Panels, Pulp and Paper, SGPS, S.A., a qual, através de uma simultânea operação de fusão, incorporou a totalidade do

capital social da sociedade SI. Esta operação conduziu à extinção da SI e à alteração da denominação social da Sonae 3P para Sonae Industria, SGPS, S.A.

A Sonae Indústria é uma das maiores empresas industriais do sector dos derivados de madeira, líder mundial na produção de painéis derivados de madeira (a sua atividade principal), detendo 25 fábricas, distribuídas por 3 continentes (em Dezembro 2012).

SONAE SGPS, S.A.

Sonae SGPS | Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos

	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais				
Gestores de Activos	53	21,41%	428,30	386,64
Corretoras	0	0,00%	-	-
Accionistas Estratégicos				
Empresas	2	52,48%	1.049,63	951,42
Investidores individuais	3	2,66%	53,20	48,22
Holdings	0	0,00%	-	-
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-
	58	76,55%	1.531,13	1.386,28
Free Float		44,86%		

Sonae SGPS | Participação de Fundos

	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Fundos				
Mutual Funds	105	10,84%	216,73	188,50
Fundos de Pensões	1	0,00%	-	-
Hedge Funds	1	0,09%	1,84	0,86
	107	10,93%	218,57	189,36

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Sonae é uma empresa de retalho, com duas grandes parcerias ao nível dos centros comerciais e telecomunicações. Os negócios core são: a Sonae MC e a Sonae SR. A Sonae MC é líder de mercado nacional, no retalho alimentar, com um vasto conjunto de marcas: Continente e Continente Modelo (hipermercados), Continente Bom Dia (supermercados de conveniência), Bom Bocado (cafetaria e restaurantes), Book.it (livraria/papelaria) e Well's (saúde, bem estar e ótica). A Sonae SR é responsável pela área de retalho não-alimentar da Sonae, através das marcas Worten (eletrodomésticos, eletrónica de consumo e entretenimento), Sport Zone (equipamento e vestuário desportivo), MO (vestuário, calçado e acessórios) e Zippy (vestuário, calçado e acessórios de bebé e criança).

Em 1984, dá-se o início da atividade da Modelo Continente Hipermercados, SARL. Em 2009, ocorre uma reorganização das áreas de negócio com o aparecimento do: Modelo Continente; Sonae Retalho Especializado e

Imobiliário de Retalho e a criação de uma nova área de negócio, dedicada à Gestão de Investimentos. Atualmente o portfólio da área de Gestão de Investimentos inclui a Maxmat (bricolage e materiais de construção), a GeoStar (agências de viagens) e a MDS (corretagem de seguros). Foi também criada, neste ano, a Sonae Retail Properties, (Sonae RP) com o fim de por missão otimizar a gestão do património imobiliário de retalho.

Os parceiros core da Sonae são: a Sonae Sierra, que foi fundada em 1989 e é detida pela Sonae (Portugal) com 50% e pela Grosvenor (Reino Unido) com 50%; e a Sonaecom, parceria da Sonae na área das Telecomunicações, Software & Sistemas de Informação e Media.

Zon Optimus

Zon Estrutura Accionista: Estratégicos/Não Estratégicos					Zon Participação de Fundos			
	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)	Type	% O/S	Position (m)	Value (m)
Institucionais					Fundos			
Gestores de Activos	53	24,90%	76,95	326,49	Hedge Funds	0	0,00%	-
Corretoras	0	0,00%	-	-	Mutual Funds	113	15,27%	190,52
Accionistas Estratégicos								
Investidores individuais	6	46,20%	142,80	610,00				
Empresas	2	7,15%	22,10	94,49				
Holdings	1	4,87%	15,05	64,38				
Entidades Públicas	0	0,00%	-	-				
	62	83,12%	256,90	1.095,36				
Free Float		41,78%						

Fonte: IMF – Informação Mercados Financeiros (dados reportados à semana de 19 a 25 Maio 2013)

A Zon, atual, Zon Optimus, por via da fusão realizada em Agosto deste ano é um grupo empresarial que oferece soluções fixas e móveis de última geração, de televisão, internet, voz e dados para todos os segmentos de mercado - Residencial, Particulares, Empresarial e Wholesale. sendo líder na TV por subscrição, em serviços de Banda Larga de Nova Geração e na distribuição e exibição cinematográfica em Portugal. A ZonOptimus tem presença internacional em Angola e Moçambique, através da joint-venture ZAP, que fornece serviços de TV por subscrição via satélite.

Em 2008, após a separação da TV Cabo do operador incumbente, surge a ZON Multimédia como marca independente.

A Optimus nasceu em Setembro de 1998, da união de empresas que integravam os maiores grupos económicos nacionais e internacionais, do qual faziam parte o grupo Sonae, a EDP e a France Telecom. Em 2010, com a integração da marca Clix, a Optimus torna-se o primeiro operador totalmente integrado em Portugal. Em Agosto de 2013, como referimos dá-se a fusão da Optimus com a Zon, via incorporação total da Optimus na Zon.

4. Análise das Participações dos *Hedge Funds* na Amostra

No ponto anterior procedeu-se a uma breve caracterização das empresas analisadas porque as características das empresas permitir-nos-ão perceber a estratégia inerente à participação ou não dos *Hedge Funds* na estrutura acionista destas sociedades.

No entanto, a primeira conclusão que se pode retirar dos dados analisados é que, ainda com muito pequenas percentagens, os *Hedge Funds* detém participações acionistas em 11 das 20 empresas do PSI20. Ou seja, apesar do mercado financeiro português ser pouco relevante no mercado de capitais mundial, os *Hedge Funds* estão presentes na maioria das empresas de referência do mercado português. Este fato vem reconfirmar as afirmações de diversos autores⁴⁴ no que se refere ao peso relevante dos *Hedge Funds* no mercado financeiro mundial.

Outra das conclusões que se poderá retirar desta análise, e, por certo justificar a ausência dos *Hedge Funds* na estrutura acionista das empresas que compõem o PSI20, estará relacionada com o forte cariz pessoal ou familiar que

⁴⁴ Entre outros, nomeadamente, os portugueses, José Engrácia Antunes, Gabriela Figueiredo Dias e Tago Bessa.

as algumas destas empresas apresentam. Estamos a referir-nos em especial ao caso do Paulo Fernandes na ALTRI e na COFINA, ao Horácio Roque do BANIF, o Artur Santos Silva do BPI, Manuel Mota da ME e família Mendonça na PORTUCEL. Estas empresas não têm participações de *Hedge Funds* na sua estrutura acionista e a característica mais notória nestas é a ainda forte presença na gestão dos negócios de pessoas que fundaram ou são familiares dos fundadores da empresa. Este fato por si só vai de encontro às referências anteriormente realizadas relativas às estratégias dos gestores dos *Hedge Funds* que entram no capital das empresas com vista a influenciar os gestores destas nas decisões que poderão trazer o máximo retorno para o fundo independentemente destas serem ou não boas para as próprias empresas. Assim, facilmente se depreende que estas empresas ao serem geridas por famílias, não se tornam tão atrativas à entrada dos *Hedge Funds*, pois a sua possível intervenção no governo destas sociedades é difícil de se concretizar.

As empresas, como o BES, que ainda está sob o domínio da família Espírito Santo, a Jerónimo Martins da família homónima e a Sonae de Belmiro de Azevedo estarem a ser alvo dos *Hedge Funds*, poderá ser explicada pelo cariz internacional destas empresas e pelo peso da componente institucional na estrutura acionista. O BES é o banco mais internacional da banca portuguesa, que tem uma presença de cerca de 20% de investidores institucionais na sua estrutura acionista. A Jerónimo Martins é um grupo internacional desde 1949, também com uma presença significativa de investidores institucionais na sua estrutura acionista. A Sonae, ainda que dominada por Belmiro de Azevedo, tem sob seu domínio áreas estratégicas, tais como a distribuição, as telecomunicações e a comunicação social, empresas que têm registado uma elevada atividade ao nível das fusões, aquisições e alienações, alterações estratégicas muito atrativas para os fundos, sendo a presença de investidores institucionais na SGPS também superior a 20%.

A NovaBase e a Zon também são empresas em que os *Hedge Funds* estão ausentes. Pois, ainda que, estas empresas sejam tecnológicas, tem o seu capital concentrado na sua maioria em investidores individuais (55,64% e 46,20%, respetivamente) pelo que a gestão destas sociedades refletirá este fato, afastando o investimento dos *Hedge Funds* nestas sociedades. Por fim, temos a Portucel também pouco atrativa para estes fundos, dado que tem o seu capital muito concentrado, nomeadamente, 75% do seu capital é empresarial.

A maior percentagem de participação de apenas um hedge fund numa empresa (0,17% e 0,16%, respetivamente) regista-se na REN e na EDP renováveis, empresas de um sector estratégico e tecnológicas, alvos mais apetecíveis dos *Hedge Funds* dada a dinâmica empresarial e de gestão estratégica que estas apresentam. Também aqui temos o caso da GALP, EDP e PT, que se caracterizam igualmente por uma elevada participação no capital de investidores institucionais.

A empresa que tem o seu capital mais concentrado em investidores institucionais é a PT e a Semapa, com 39,03% e 29,98% respetivamente. Registando-se a participação de 0,09% no capital de um *hedge fund* que mais uma vez se centra numa empresa de um sector estratégico da economia portuguesa.

5. Síntese Conclusiva

A análise da participação dos *Hedge Funds* na estrutura acionista das empresas do PSI20 permite-nos retirar as seguintes conclusões:

- os *Hedge Funds* tem uma presença significativa no mercado financeiro secundário português (aqui representado pelo PSI20) ao estar presente na maioria (55%) do capital das empresas. No entanto, o volume das suas

participações não é significativo face ao peso dos restantes acionistas, na medida em que o seu peso atual não permite ter um papel ativo na governação das sociedades;

- os *Hedge Funds* concentram-se nas empresas de setores estratégicos da economia e em que o peso dos investidores institucionais é mais significativo. Tal fato, permite-nos corroborar a ideia de que os *Hedge Funds* aproveitam a tendencial passividade registada pelos outros investidores institucionais na participação na tomada de deliberações em Assembleia Geral, principalmente em empresas cuja atividade estratégica é fundamentalmente conseguida através da dinâmica no controlo societário (OPA's) e nas reorganizações societárias (fusões, cisões e transferência de ativos).

- os *Hedge Funds* não participam em empresas com capital concentrado ao nível dos acionistas estratégicos, quer estes sejam individuais ou empresariais, o que nos permite concluir que prevendo entraves à monitorização dos órgãos de administração estes optam por não entrar, tal como defende Marcel Kahan e Edward Rock ao classificar a o ativismo dos *Hedge Funds* de estratégico e «ex-ante».

No entanto, a análise de dados realizada diz-nos que apesar da significativa presença dos *Hedge Funds* no mercado financeiro português o seu peso é insignificante, pois os *Hedge Funds* não geram um volume significativo que lhes permita desempenhar um papel ativo no governo destas sociedades. Mas aqui estamos perante uma falácia, pois a análise aprofundada de alguns casos destas empresas em situações de controlo societário (OPA's) e reorganizações societárias mostram-nos uma outra realidade, conforme descreveremos nos casos apresentados em seguida.

6. O caso Portugal Telecom

A 6 de Fevereiro de 2006 a Sonaecom lançou uma Oferta Pública de Aquisição (OPA)⁴⁵ sobre a Portugal Telecom (PT), processo que se arrastou por mais de um ano. Só a 2 de Março de 2007, com o chumbo da alteração de estatutos que era necessário para a OPA prosseguir é que a oferta expirou.

A 9 de Agosto de 2006 a PT informa a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários da participação qualificada da Paulson & Co.Inc., um hedge fund constituída ao abrigo das leis de Delaware, com sede em 590 Madison Avenue, New York (USA) na sequência da aquisição de 4.622.428 ações da Portugal Telecom SGPS no dia 4 de Agosto, passando a ser imputáveis a este hedge fund um total de 26.385.303 ações da PT, equivalentes a 2,34% do respetivo capital social e direitos de voto.

A OPA da Sonaecom sobre a PT ao ser realizada por anúncio público, fazendo parte de uma estratégia negocial torna difícil perceber se se trata ou não, de uma oferta hostil. A OPA pode ser amigável, quando existe acordo entre os intervenientes, ou hostil, na ausência de acordo, levando a uma subida da cotação das ações da empresa alvo, sobretudo nesse último caso.⁴⁶ Apesar desta distinção não ser muito clara, de acordo com DePamphilis (2012) uma OPA é considerada hostil quando: a oferta efetuada implica a transferência do controlo da empresa alvo; a forma consiste numa oferta pública e não existe acordo da estrutura acionista alvo.⁴⁷

Deste modo, o caso da OPA lançada pela Sonaecom sobre a PT assume características de uma transação hostil: a oferta destina-se à aquisição de 50,01%

⁴⁵ As OPA's consistem em operações de aquisição por parte de um acionista ou uma sociedade de uma participação ou totalidade das ações de uma empresa, podendo a sua concretização verificar-se por troca de ações entre a compradora e a empresa alvo.

⁴⁶ VALENTE, Heldér (1998), Fusões e Aquisições: Contributos teóricos para uma nova aborgagem, Comunicação para o 7º Encontro Nacional de Economia Industrial, UTAD

⁴⁷ DEPHAMPILIS, Donald (2012), Mergers, acquisitions and other restructuring activities, 6ª edição, Academic Press Advanced Finance Service

do capital da PT, logo implica transferência de controlo; o anúncio efetuado foi público e a reação do conselho de administração da PT consubstanciou-se na discordância com a OPA, tendo sido alegado que não se encontram reunidas condições para o acordo da atual estrutura de acionistas da PT.

Como referimos anteriormente os *Hedge Funds* procuram adquirir participações societárias em empresas que podem influenciar na administração de forma a aumentar o valor de mercado destas. Neste caso, ao tratar-se de uma OPA hostil, verificou-se nos meses seguintes ao anúncio preliminar da OPA uma tendência positiva de aumento da cotação das ações da PT. Se os gestores do fundo da Paulson & Co.Inc intervieram ou não diretamente sobre a administração da PT, no sentido que lhe era mais favorável, ou seja, na manutenção de um contexto que provoca um aumento (ainda que temporário) do valor das cotações é algo difícil de se aferir. No entanto, o que é certo, é que o fundo adquiriu uma participação qualificada, que foi sendo vendida progressivamente, permitindo-lhes um encaixe financeiro positivo, dada a valorização que a cotação da PT registou ao longo deste período de incerteza relativamente ao desfecho desta OPA.

No final de Fevereiro de 2010, a espanhola Telefónica estuda o lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) sobre a PT, noticiaram os jornais "Financial Times" e "Expansión". Em meados de Junho de 2010 a Telefónica admite lançar uma oferta de aquisição hostil sobre a PT se a empresa continuar a recusar vender a Vivo.

A 23 de Junho de 2010 a Portugal Telecom, SGPS S.A. informa que a TPG-Axon Capital Management, LP, um *hedge fund* de propriedade privada, com sede em Nova Iorque (USA) passou a deter uma participação qualificada correspondente a 38.000.000 ações ordinárias representativas de 4,24% do capital social e dos direitos de voto correspondentes ao capital social da PT.

Em Julho a PT prepara-se para aprovar a venda da Vivo à Telefónica e a entrada no capital da brasileira Oi. Entretanto, a PT valorizou as suas ações em mais de 25% desde que recebeu a proposta da Telefónica sobre a Vivo. A 28 de Julho de 2010 a PT emite um comunicado em que informa ter chegado a acordo com a Telefónica para a alienação da participação de 50% na Brasilcel detida pela Portugal Telecom. A Brasilcel é uma 'holding' que controla 60% do capital da Vivo. A 26 de Janeiro de 2011 a PT e a Oi fecham o negócio de 3,7 mil milhões de euros que vai tornar a PT o principal acionista da operadora brasileira.⁴⁸

Mais uma vez, verificamos a aquisição por um *hedge fund* de uma participação qualificada da empresa em processo de valorização bolsista, resultante do contexto da venda da PT de 50% detida na Brasilcel. Também neste caso, ao longo dos meses seguintes a obter esta participação a TPG-Axon Capital Management vai alienando progressivamente ações, chegando a Março de 2011 com uma participação social correspondente a menos de 2% do capital social e dos direitos de voto correspondentes ao capital social da PT.

Estas situações sugerem o fato de existir o perigo da monitorização dos órgãos de administração da empresa, ou a utilização das assembleias gerais no sentido de influenciar a tomada de decisão mais favorável ao *hedge fund*, nestes casos consubstanciado através da manutenção de situações favoráveis à valorização bolsista da empresa. As estratégias dos *Hedge Funds* de tomada de posições com o objetivo da saída obtendo retornos máximos, nestes casos descritos, tornaram-se um verdadeiro sucesso.

Só através de um estudo mais aprofundado é que se poderia aferir se existiu ou não nas assembleias gerais o uso das procurações de voto, o voto conjunto ou o "voto vazio" pelos gestores dos *Hedge Funds*, no sentido destes concretizarem a sua estratégia, de uma forma abusiva. Este tipo de ativismo

⁴⁸ Os dados temporais relativos aos casos apresentados foram retirados dos sites da empresa, do Diário Económico, Jornal de Notícias e da CMVM.

estratégico dos *Hedge Funds* é um emaranhado de situações que exigem uma análise muito exaustiva de cada uma destas situações em particular, o que no atual estudo, não nos é possível considerar.

7. O caso Banco Comercial Português

O BCP informa a 10 de Maio de 2010 em comunicado enviado ao mercado, que o *hegde fund* Marshall Wace LLP reforçou a posição a descoberto que detinha no banco para 0,28%. Isto depois de ter vendido a descoberto ações do banco representativas de 0,081% do capital social da instituição liderada por Carlos Santos Ferreira. No total, a Marshall Wace passou a deter a descoberto 12,93 milhões de ações do BCP.

A venda a descoberto, ou “*short-selling*”, consiste em alienar um ativo que foi tomado de empréstimo com o objetivo de o recomprar mais tarde por um preço inferior ao de venda e devolvê-lo ao seu proprietário. Na prática, aposta-se na queda dos títulos.

O *hedge fund* Marshall Wace só com a subida de 16% dos títulos na sessão de 10 de Maio de 2010, esta posição desvalorizou 1,38 milhões de euros. A 12 de Maio o fundo reduziu a sua posição a descoberto no BCP para 0,16% do capital. Verificou-se uma má aposta deste fundo.

No entanto, a GLG Partners, uma das gestoras da maior empresa de *Hedge Funds* do mundo cotada em bolsa e pertence à Man Group , aproveitou o aumento de capital do BCP para lucrar com a queda das ações do banco e construiu uma posição a descoberto de -0,68% do capital social do BCP nas sessões de 1 e 2 de Junho de 2011, altura em que atingiram um novo mínimo histórico ao cáirem 5,82%.

Segundo um comunicado divulgado à CMVM, o instrumento utilizado para tentar lucrar com a queda dos títulos do banco português foram “*contracts for differences*” (CFD), instrumentos derivados que permitem construir posições alavancadas que apostam na descida ou na subida de determinado ativo.

Estes são mais uns exemplos do ativismo dos *Hedge Funds* no nosso mercado que nos permite verificar o uso de instrumentos complexos para obter retornos elevados em ativos suscetíveis de elevadas variações decorrentes de determinados contextos societários.

Conclusões Finais

Na introdução desta tese propusésemo-nos a expor os problemas levantados pela nossa doutrina relativamente aos *Hedge Funds*, proceder a um estudo da sua representatividade no nosso mercado financeiro e realizar uma pesquisa ao seu ativismo nas empresas portuguesas.

Relativamente à posição da nossa doutrina no que se refere à caracterização destes fundos e os problemas que estes levantam, pensamos ter atingido esse objetivo. Assim, concluímos que os *Hedge Funds* tem três elementos característicos, que se resumem à: sua natureza jurídico-organizativa de investimento coletivo; utilização de uma diversidade de estratégias, ativos e outros instrumentos de investimento e busca do máximo retorno, num quadro regulatório ainda muito pouco desenvolvido, nomeadamente no nosso sistema jurídico, o que lhes permite uma maior liberdade de atuação.

Por outro lado, vimos que os *Hedge Funds* não se acoçam com o risco induzido pela concentração de ativos, eles procuram a minimização do risco de mercado através do cruzamento de diversos instrumentos, técnicas e estratégias, mas têm implícitos um elevado risco do gestor na aferição do risco de negócio e do risco financeiro (elevada alavancagem) dos seus ativos. Estes riscos específicos que os *Hedge Funds* comportam para os investidores e para o próprio mercado, dado a sua elevada exposição ao risco sistemático e fruto da sua elevada alavancagem, levam a necessidades de regulação e supervisão específica.

Mostramos que, nomeadamente, ao nível comunitário, tem existido um enorme desenvolvimento desta matéria e que os *Hedge Funds* já foram objeto de

regulação específica em diversos países. Em Portugal, tal ainda não aconteceu, pelo que subsistem diversas formas de enquadramento dos *Hedge Funds* na nossa ordem jurídica.

Na breve análise ao *Corporate Governance* realizada, salientamos o papel dos investidores institucionais no governo das sociedades e evidenciamos o ativismo dos *Hedge Funds* nesta governação. Falamos das áreas de incidência deste ativismo e do uso que estes fundos fazem no sentido da obtenção do seu retorno máximo, participando na definição estratégica a tomar pela empresa que lhes seja mais favorável, mesmo que esta tenha implícita o detrimento da criação de valor para a própria empresa.

No estudo realizado à representatividade dos *Hedge Funds* no nosso mercado e, mais especificamente, na amostra por escolhida, o PSI20, concluímos que os *Hedge Funds* estão presentes na maioria das empresas, ainda que com um volume de ativos pouco representativo. No entanto, ao pesquisarmos casos de ativismo nestas empresas detetamos que, quando os gestores dos fundos detetam uma oportunidade de ganhar com a situação conjuntural que estas empresas atravessam, quer seja, via alterações de mercado (OPA's, fusões, cisões, etc.) ou via alterações de estrutura e mudanças estratégicas, os fundos muito rapidamente adquirem uma posição significativa, de forma a se tornarem um player relevante na tomada de decisão da empresa.

A literatura regista as estratégias que os *Hedge Funds* usam para atuar nestas situações de forma a conseguir o seu objetivo de máximo retorno. Entre essas formas falamos da monitorização da administração, as assembleias gerais e o controlo e reorganização societária, situações que no presente estudo não foram analisadas, mas que os casos analisados nos deixam pistas para futuras investigações.

O nosso estudo permitiu-nos auferir que, mesmo num mercado pouco relevante no mercado mundial, como é o caso do mercado português, limitado

no caso presente à representatividade das empresas do PSI20, os *Hedge Funds* estão significativamente presentes e ativos. Pelo que, pensamos ter dado mais um passo no sentido da evidência empírica deste tema e abertos trilhos no sentido da análise exploratória das formas de ativismo que este tipo de fundos utilizam junto das nossas empresas.

Bibliografia

- ABREU, Jorge Coutinho de Abreu - Governação das Sociedades Comerciais, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, 7-47.
- ALVES, Carlos Francisco, Os investidores Institucionais e o Governo das Sociedades, Almedina, 2005.
- ANTUNES, J. Engrácia - “Os *“Hedge Funds”* e o governo das sociedades”, Revista de Direito das Sociedades, vol.IX, 2010;
- Os Instrumentos Financeiros, Almedina, Coimbra, 2009;
- “Voting and Proxy Rights of Shareholders in Portugal”, Baums, Theodor/Wymeersch, Eddy, “Shareholders Voting Rights and PPractices in Europe and United States”, 231-256, Kluwer International Law, The Hague/London/Boston, 1999.
- ASCENSÃO, J. Oliveira, - Derivados, AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, vol.IV, 41-68, Coimbra Editora, 2003.
- BESSA, Tiago - “Crise, regulação e supervisão de *Hedge Funds*”, Revista de Direito das Sociedades, vol. II (2010), n.º 3/4, 851.
- CHANDLES, Beverly - Investementing with Hedge Funds Giants- profit whethermarkets rise or fall, Financial Times Pitman Pub, London, 1998.
- DEPHAMPHILIS, Donald (2012) - Mergers, acquisitions and other restructuring activities, 6ª edição, Academic Press Advanced Finance Service.
- CUNHA, Paulo Olavo da Cunha - Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, 5º edição, 2012, 502-508.
- CULLEN, Iain - “Hedge Funds: Struture and Documentation” AAVN, Hedge Funds: Law and Regulation, coord., Iain Cullen e Helen Parry, 2001, 1-15.

- DIAS, Gabriela Figueiredo - “Regulação e supervisão de *Hedge Funds*: percurso, oportunidade e tendências”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol VIII, Coimbra Editora, 2008.
- GANNON, Niall Joseph - *Investing Strategies for the High Net Worth Investor*, New York, McGraw Hill, 2009.
- GILLAN, S. e T. STARKS (2000) - “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, Vol.57, n. ° 2, 275-305.
- GIRINO, Emilio - *I Contratti Derivati*, 16 e segs, Giuffrè, Milano, 2001.
- HUDSON, Alastair - *The Law on Financial Derivatives*, 15 e segs, 3rd edition, Sweet & Maxwell, London, 2002.
- HU, Henry/BLACK, Bernard - *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphale) Ownership*, 815, 79 “*Southern California Law Review*” (2006), 811-908.
- J.WILEY&SONS - *Absolute Returns – Risk e Opportunities of Hedge Funds Investing*, , New York, 2003.
- KAHN, C. e WINTON, A. (1998) - “Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention”, *Journal of Finance*, Vol.42, n. °1, 123-140.
- KAHAN, Marcel/ROCK , Edward - *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 1073 e segs, 155 “*University of Pennsylvania Law Review*”(2007), 1021-1093.
- OESTERLE, Dale - *Regulation Hedge Funds*, 3, I “*Entrepreneurial Business Law Review*” (2003), 1-42 e 1555-1596.
- ROTH, Paul N. e FORTUNE Brian J. - “Hedge Fund Regulation in the Aftermath of Long-Term Capital Management”, *AAVN, Hedge Funds: Law and Regulation*, coord., Iain Cullen e Helen Parry, 2001, 83-108.

Relatório Cadbury (1992) - Report of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London: Gee.

Relatório Hampel (1998) - Committee on Corporate Governance: Final Report, www.cmvm.es/index.htm

Relatório Olivencia (1998) - Código de Buen Gobierno, www.CNMV.es

Relatório Viénot (1995) - Le Conseil d'Administration des Sociétés Coteées – Rapport du Comité sur le Gouvernement d'entreprise présidé par Marc Vienót. Paris: MEDEF.

Report of The US President's Working Group on Financial Markets (April 1999) - *Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management* .

STULZ, René - *Hedge Funds: Past, Present and Future*, 3, Ohio State University, Dice Center, 2007.

VALENTE, Helder (1998) - Fusões e Aquisições: Contributos teóricos para uma nova abordagem, Comunicação para o 7º Encontro Nacional de Economia Industrial, UTAD.

VEIGA, A.Brandão - Fundos de Investimento Mobiliários e Imobiliários, 231 e segs, Almedina, Coimbra, 1999.

NUNES, Pedro Caetano - Corporate Governance, Almedina, 2006, 87-112.

http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Hedge_Fund.html

<http://www.calpers-governance.org/>) e Teachers Insurance and Annuity association-College Retirement Equities Funds (TIAA_CREF) (ver www.tiaa-cref.org/)

<http://www.cmvm.pt/cmvm>

<http://www.cgov.pt>

<http://economico.sapo.pt>

<http://www.jn.pt/>