

Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa
Mestrado Direito e Gestão
Corporate Governance
Orientação: Mestre Jorge Brito Pereira
Agosto de 2012

Hedge Funds e o Activismo Societário

Miguel Paiva Antunes

Principais abreviaturas e siglas utilizadas

“AIFMD”	Directiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos
“Directiva”	Salvo menção expressa em contrário a AIFMD
“FIA”	Fundo de Investimento Alternativo
“GFIA”	Gestor de Fundo de Investimento Alternativo
“OIC”	Organismo de investimento colectivo
“RJOIC”	Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo
“FSA”	Financial Services Authority
“Fundo”	Salvo se do contexto resultar o contrário, refere um Hedge Fund
“SEC”	Security and Exchanges Commission

Nota: Todos os artigos referidos neste trabalho, excepto menção em contrário, referem-se a artigos da AIFMD, assim como qualquer referencia à directiva refere-se, salvo menção expressa em contrário à AIFMD.

1	Introdução	4
2	Caracterização dos Hedge Funds	6
2.1	Actuação	9
2.2	Investidores	10
2.3	Remuneração do fundo e liquidez dos activos	11
2.4	Diferenças de estratégia face a OIC tradicionais	11
2.5	Diferenças face a Private Equities	12
3	Entrada de Hedge Funds na Estrutura Accionista de Sociedades Abertas	14
3.1	Factores que favorecem a entrada com posições longas	15
3.1.1	Capacidade de investimento	15
3.1.2	Independência	15
3.1.3	Liberdade regulatória	16
3.2	Impacto nas Sociedades	16
3.3	Formas de influência na sociedade	17
4	Aspectos positivos e negativos do activismo	19
4.1	Aspectos positivos	19
4.2	Dados Empíricos - Conclusões do estudo “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”	20
4.3	Aspectos Negativos e Riscos	21
5	Necessidade de regulação?	24
6	A AIFMD	26
6.1	Âmbito subjectivo	27
6.2	Autorização	28
6.3	Alavancagem (Leverage);	29
6.4	Aquisição de participações em empresas	29
6.5	Dever de notificação	31
6.6	Dever de informação	32
6.7	Desmembramento de Activos (Asset stripping)	33
6.8	Divulgação	34
6.9	Impacto no activismo	35
7	Conclusões	36
	Bibliografia.....	39

Sumário Executivo

Neste trabalho é feita uma caracterização dos Hedge Funds, identificando a sua natureza e capacidade para tomar posições longas em sociedades abertas.

Identificaremos que o comportamento de um Hedge Fund detentor de uma posição longa tenderá a incorporar uma estratégia activista como forma de criação de valor, sendo divergente da aproximação tradicional de outros veículos de investimento colectivo tradicionais. Serão analisadas as vantagens e desvantagens deste tipo de abordagem activista.

Teremos também em conta, que apesar da tomada de posições longas e conseqüente activismo societário gerar, de acordo com os estudos a que tivemos acesso, valor, não deixa de levantar preocupações ao nível do Corporate Governance.

Finalmente será considerado o possível impacto em estratégias de activismo societário da nova directiva que regulará a gestão dos fundos de investimento alternativo, de entre os quais os Hedge Funds.

1 Introdução

O tema estudado neste trabalho, o activismo societário por parte de *Hedge Funds*, corresponde a uma problemática de *Corporate Governance*, estudada no campo do alinhamento dos interesses entre a administração de uma sociedade e os interesses dos seus accionistas e *stakeholders*¹.

Tendemos a seguir a definição dada por JONATHAN MACEY de que o *Corporate Governance* corresponde a um conjunto de mecanismos que existem para obrigar a gestão de uma entidade (agente) a cumprir as promessas que foram feitas aos accionistas/ investidores/ *stakeholders* (principais). Poderemos verificar que o activismo societário corresponderá a uma ferramenta bastante eficaz na prossecução deste objectivo².

¹ Neste trabalho analisamos principalmente os problemas de agência entre administração e accionistas uma vez que os dados empíricos a que tivemos acesso, com uma amostragem baseada em empresas americanas e na realidade societária anglo-saxónica (com estruturas accionistas fortemente fragmentadas), focam-se essencialmente neste aspecto. Notamos que relativamente a uma realidade societária

² Este autor defende que o *Corporate Governance* não visa impor juízos de valor ou substituir os investidores nas suas decisões, resultando antes num mecanismo que assegure que as promessas feitas aos investidores no momento em que investiram sejam cumpridas, o que define por “teoria da promessa”. Vd. JOHNATHAN R. MACEY, *Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2011, p. 1 a 27.

Verificamos que o activismo societário por parte de *Hedge Funds* é apontado por vários autores como um importante mecanismo de ajustamento dos interesses dos diversos investidores e outros *stakeholders* (principal) com a administração de uma sociedade (agente), podendo resolver problemas de agência criados pela divergência entre os interesses próprios da gestão e os interesses próprios dos investidores.

Importa ter presente que, em regra, os gestores tendem a ter uma orientação de curto/médio prazo quanto aos objectivos de gestão, motivado por um conjunto de incentivos que levam a um comportamento egoísta. Note-se que os interesses dos accionistas tendem a ser de longo prazo, estando relacionados com a valorização dos activos societários. Contudo, uma vez que a avaliação da administração tende a ser realizada no curto prazo e os resultados de uma gestão de longo prazo podem apenas ser notórios vários anos após o fim do mandato da administração que a levou a cabo, existe um forte incentivo para a actuação de curto prazo. Este factor tem sido um dos mais estudados e analisados do ponto de vista do *Corporate Governance*, sendo apresentadas um miríade de soluções, mais ou menos eficazes para alinhar os interesses da administração com os interesses dos accionistas.

Vemos que, tendencialmente, a administração de uma sociedade será voltada para o curto prazo, uma vez que são os resultados de curtos prazo que tendem a ter maior impacto nas remunerações dos administradores, mas também na reputação/prestígio dos administradores. Com a apresentação de relatórios financeiros trimestral ou semestralmente é criado um incentivo a uma gestão que procure a obtenção de resultados alinhados com os prazos de apresentação, necessariamente de curto prazo. Vemos também o incentivo a tomadas de decisão excessivamente cautelosas, muitas das vezes como forma de promover uma estabilidade empresarial, mas que ao mesmo tempo pode implicar o não aproveitamento de importantes oportunidades de investimento³. Finalmente, e em sentido oposto, mas igualmente com decisões tomadas com base em fundamentos desligados da racionalidade económica e dos interesses dos investidores, vemos outras situações onde é tomada a opção pelo crescimento não sustentado de uma sociedade como forma de aumentar as possibilidades de progressão profissional/salarial, bem como pelo aumento de prestígio da função desenvolvida.

³ Os investidores estão geralmente melhor protegidos neste cenário pela diversificação dos seus portefólios de investimento.

A tendência para o alinhamento de interesses que ocorre em regra como resultado da conduta activista de um *Hedge Fund* resulta da pressão, ao nível da comunicação e do exercício de voto e alinhamento de voto (eventualmente pela angariação de instrumentos de representação de outros accionistas minoritários). Note-se que os *Hedge Funds* são investidores que reúnem equipas técnicas altamente qualificadas e preparadas para monitorizar, estudar, propor soluções de gestão e exercer pressão correctiva sobre as administrações das sociedades, sendo geralmente bastante eficientes na comunicação com outros accionistas e com a própria gestão da sociedade.

Por outro lado, a mera ameaça do aparecimento de um projecto activista desenvolvido por um fundo, leva a que as administrações tomem precauções e alinhem a sua actuação com os accionistas, esperando num cenário de disputa obter o apoio destes.

Contudo, apesar dos factores que podem tornar a actuação activista dos *Hedge Funds* um fenómeno desejável do ponto de vista da criação de valor e eliminação de ineficiências, gerando diversos ganhos para os restantes accionistas, seja pela melhoria na eficiência de gestão resultante da pressão exercida, seja pela possibilidade de beneficiarem de uma entidade fiscalizadora, não deixam de existir factores passíveis de gerar problemas de agência de segundo nível, nomeadamente pela possibilidade um *Hedge Fund* conduzir uma política de investimento baseada em interesses de curto prazo, eventualmente contrária aos interesses de longo prazo dos investidores convencionais. Importará analisar, se de facto esta divergência é realmente acentuada, e se os interesses de um *Hedge Fund* activista são tendencialmente contrários aos interesses de investidores de longo prazo. Podemos adiantar, que face aos dados que analisámos neste trabalho, os problemas apontados no campo teórico por diversos autores parecem não ter uma concretização material, existindo de facto uma tendência para a criação de valor de longo prazo por parte da actuação activista dos *Hedge Funds*.

2 Caracterização dos *Hedge Funds*

A definição de um *Hedge Fund* é uma definição complexa e considerada por muitos autores como impossível ou irrelevante⁴. Sendo de ressaltar que a *Securities and*

⁴ Neste sentido, no panorama nacional ENGRÁCIA ANTUNES, *Os "Hedge Funds" e o Governo das Sociedades*, in "Direito dos Valores Mobiliários", vol, IX, Coimbra, 2010, p. 12 e GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percursos, Oportunidades e Tendências*, em "Direito dos Valores Mobiliários", vol. VIII

Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds identificou catorze possíveis definições de *Hedge Fund*. Este problema de qualificação deve-se à diferença em termos de natureza, uma vez que diversos Hedge Funds seguem estratégias de investimento complexas e muito diferentes entre si. Assim, a definição passará pelo que estes fundos tem em comum e não por uma definição global e passível de generalização.

Podemos apontar uma definição baseada nas características comuns, sendo os *Hedge Funds* caracterizados por serem (i) veículos de investimento privados dotados de um fundo, (ii) geridos por profissionais altamente qualificados e remunerados com base na performance absoluta do fundo, (iii) estão reservados a um número muito limitado de investidores, (iv) e actuam sem estar, ou submetidos a um nível mínimo, de regulação e supervisão⁵.

Podemos também destacar a definição dada por Engrácia Antunes, que define *Hedge Funds* como “*estruturas organizativas de investimento colectivo legalmente atípicas, que recorrem a um conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objectivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória*”⁶.

Podemos acrescentar que a caracterização dos *Hedge Funds* é geralmente feita por oposição aos OIC’s tradicionais⁷, sendo também de notar que o facto de não estarem regulados constitui um elemento caracterizador e pode ser considerada uma das razões que permite a existência de diversos fundos. No fundo, a liberdade regulatória permite a adopção de estratégias de investimento muitas vezes vedadas a outros veículos de investimento colectivo. As estratégias de investimento adoptadas são caracterizadas por uma relação de elevado risco e elevado retorno, necessitando tradicionalmente de níveis consideráveis de alavancagem⁸ e da eventual possibilidade de assumir posições com baixa liquidez. Podemos, portanto, considerar que um elemento comum (senão necessário) na definição de *Hedge Funds* será a sua sujeição a baixos níveis de regulação.

⁵ PARTNOY, FRANK AND RANDALL THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Working Paper, Brookings Institution Press, 2006, p. 23

⁶ Engrácia Antunes, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol, IX, Coimbra, 2010 p. 14.

⁷ Neste trabalho referimo-nos a OIC’s tradicionais referindo essencialmente os veículos de investimentos colectivos regulados pelo Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo (RJOIC)

⁸ Não deixa no entanto de ser significativo, que no rescaldo da crise que teve início em Agosto de 2007 o recurso a endividamento tenha sido reduzido significativamente, assim como temos vindo a assistir a novas tendências nos mecanismos de obtenção de financiamento. É também significativo o facto de alguns fundos de investimento, incluindo *Hedge Funds*, estarem a assumir um papel importante como disponibilizadores de fundos, no crescente sector do *Shadow Banking*.

Actualmente, e em resultado da crise financeira de 2007, a União Europeia desenvolveu um intenso esforço de regulação da gestão dos fundos de investimento alternativos, preenchendo uma suposta “lacuna” no ordenamento da regulação comunitária⁹. Este esforço regulatório resultou na adopção da Directiva de Gestão de Fundos de Investimento Alternativo¹⁰, que procura regular a actuação dos *Hedge Funds* através da imposição de deveres e obrigações, quer estruturais, quer comportamentais aos gestores dos fundos.

Importa referir que na dinâmica de funcionamento de um *Hedge Fund* existem dois elementos fundamentais: (i) o fundo¹¹ propriamente dito (podendo corresponder a um fundo autónomo em sentido estrito, *trust* ou mesmo a uma sociedade¹²) e (ii) o gestor do fundo¹³.

Historicamente, o nascimento dos *Hedge Funds* é creditado a Alfred W. Jones em 1949, tendo este sido pioneiro no desenvolvimento de uma estratégia de investimento que visava excluir o risco de mercado (*Beta*)¹⁴ da sua carteira de investimentos. Esta estratégia era concretizada ao combinar um conjunto de posições longas¹⁵ em sociedades que considerava estarem subvalorizadas, com posições curtas¹⁶ em outras sociedades. Desta forma, quando o mercado apresentava uma tendência de descida, a

⁹ Dizemos suposta lacuna, pois uma lacuna corresponderia uma área de regulação que por lapso ou inércia do legislador não fosse objeto de disposições específicas, situação essa que poderá não ter sido a da regulação de *Hedge Funds*.

¹⁰ Directiva 2011/61/UE Do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos.

¹¹ Ao longo deste trabalho será utilizada várias vezes a expressão “fundo” designando os *Hedge Funds*, muito embora a expressão não seja a mais correcta uma vez que a forma jurídica dos *Hedge Funds* poderá ser distinta desta.

¹² Tipicamente a constituição e sede dos fundos ocorre em estados com regimes fiscais “atractivos” fora da União Europeia e não temos conhecimento de *Hedge Funds* constituídos ou sediados em Portugal, razão pela qual não desenvolveremos a possibilidade de constituição e estrutura jurídica de um fundo em Portugal, remetendo para ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. IX, Coimbra, 2010, p. 17 a 22 e TIAGO BESSA, *Crise, Regulação e supervisão de Hedge Funds*, em “Revista de Direito das Sociedades”, vol. 3/4, Almedina, 2010, p. 893 a 897, que tratam com detalhe este tema.

¹³ A o gestor do fundos está geralmente sediado em centros económicos tais como Nova York ou Londres. Tendo alguma versatilidade na possibilidade de se deslocar, aliás, tem sido noticiado recentemente um fenómeno de deslocalização de gestores de fundos para locais como Zurique ou a Ásia como fuga à pressão regulatória.

¹⁴ O risco Beta corresponde ao risco associado à correlação entre a evolução do valor de um título e a evolução do mercado em geral, sendo definido pela sensibilidade de do retorno de um título ao retorno de um portfólio representativo do mercado. Tipicamente existem títulos que evoluem de forma relacionada com o mercado, ou mesmo superior ao mercado (seja nas subidas seja nas descidas) sendo geralmente designados por títulos agressivos, enquanto outros títulos podem inclusivamente ter um comportamento contrário ao mercado sendo geralmente designados por títulos defensivos, valorizado em época de contracção económica. Uma carteira de títulos terá um Beta agregado em função da inter-relação do Beta individual dos vários títulos que a compõem. Para mais desenvolvimentos vd. BREALEY, MYERS E MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Press, 2009, p. 340 e ss.

¹⁵ Uma posição longa consiste na aquisição de títulos com o objectivo de os manter em carteira, procurando obter retornos com base na valorização dos mesmos e consequente obtenção de mais valias numa futura alienação. Esta estratégia de investimento aposta na valorização do título negociado.

¹⁶ Também designada por *short-sell* consiste na venda a descoberto de títulos (podendo ser, caso não exista um mecanismo de garantia de titularidade dos títulos no fecho da operação, designado por *naked-short sell*) com o objectivo de gerar retornos através da recompra dos títulos a um preço inferior. Esta estratégia de investimento aposta na desvalorização do título negociado.

quebra nas posições longas seria compensada pelos ganhos nas posições curtas, mantendo a estabilidade da carteira de investimento. Por outro lado, quando o mercado apresentava tendência positiva, a escolha de investimento em empresas subvalorizadas assegurava ganhos acima do mercado. Em conclusão, ao eliminar a correlação entre o investimento e a evolução de mercado Alfred W. Jones conseguiu criar uma estratégia que excluía de forma genérica o risco de mercado da carteira de investimento¹⁷.

2.1 Actuação

A actuação dos *Hedge Funds* é caracterizados pela diversidade de instrumentos financeiros utilizados¹⁸, assim como o tipo de estratégias utilizadas¹⁹, podendo os fundos ser especializados, optando apenas por uma estratégia ou ser multi-estratégicos, adoptando um conjunto de diversas estratégias, tendo apenas como elemento central a procura de obtenção de retorno absoluto.

A procura de retorno absoluto prende-se com a procura de uma rentabilidade independente do mercado, procurando rentabilidade positiva mesmo quando os mercados estão com tendências negativas. Para obter este tipo de retornos, os fundos recorrem a estratégias activas de investimento, geralmente com recurso a altos níveis de alavancagem²⁰, protegidos por diversos métodos de cobertura do risco (“*hedging*”), sendo esta uma das razões da qual derivou inicialmente a designação destes fundos²¹.

As estratégias de *Hedge Funds* podem ser, de uma forma genérica, separadas nas seguintes categorias²²:

Equity Hedge: estratégias de investimento baseada na manutenção de posições longas e curtas em activos correspondentes a capital de sociedades ou a derivados sobre

¹⁷ Vd. ANDREAS ENGERT, *Transnational Hedge Funds Regulation*, em “European Business Organization Law Review”, vol. 11, 2010 pp. 332 e ss.

¹⁸ podendo ser valores mobiliários como acções, obrigações, títulos de tesouro, unidades de participação, ou derivados como futuros, opções, entre muitos outros.

¹⁹ Por exemplo, as seguintes designações correspondem a estratégias de investimento autónomas: *Long Short Equity, Event Driven, Merger Arbitrage, Distressed Securities, Regulation D, Arbitrage, Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage, Risk Arbitrage, Macro Strategy, short Selling, Emerging Market Strategy, Sector Strategy, Market Timing strategy, F3, 130-30*. Para maior desenvolvimento vd. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. IX, Coimbra, 2010, p. 31-33 e GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “*Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidades e Tendências*”, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VIII, pp 76 e ss; ver também a nota 22.

²⁰ A alavancagem consiste no recurso a instrumentos de dívida, aumentando a capacidade de investimento, assumindo que serão obtidos retornos do investimento superiores ao custo da dívida contraída. A Directiva AIFM acolhe uma definição de alavancagem, ver nota 89.

²¹ DONALD NORDBERG, *Corporate Governance, Principles and Issues*, Sage Publications, 2011, p. 166

²² Seguimos em traços gerais a classificação feita pela *Hedge Fund Research, Inc.* (HFR) entidade privada que monitoriza e disponibiliza informação sobre *Hedge Funds*. Esta classificação inclui ainda uma subdivisão de cada uma das cinco classes em numerosas outras classificações de acordo com os subtipos de investimento. Para maior detalhe, recomendamos a análise do documento, em língua inglesa, disponibilizado pelo HFR que resume a classificação: http://www.hedgefundresearch.com/pdf/new_strategy_classifications.pdf

capital de sociedades. Este grupo estratégico foca-se na evolução do valor dos fundamentais de entidades económicas.

Event Driven: Este grupo estratégico visa o investimento em entidades que estejam ou venham a ser sujeitas a eventos que as modifiquem significativamente²³. Podendo a estratégia consistir na tentativa de influenciar directamente os eventos. Neste grupo incluem-se as estratégias de activismo societário.

Macro: Este grupo visa a prossecução de investimentos baseados na evolução macroeconómica, destacando-se as estratégias relacionadas com a evolução do mercado cambial, *commodities*, também podendo ser incluídos investimentos assentes na influência de factores macroeconómicos no evolução do mercado de capitais.

Arbitragem: estratégias assentes na exploração da relação entre diversos activos tais como obrigações, acções ou até mesmo crédito hipotecário.

Fundos de Fundos: estratégia assente no investimento exclusivo em outros fundos permitindo uma diversificação do risco²⁴. O gestor destes fundos pode investir em fundos geridos apenas com uma estratégia ou aumentar a diversificação investindo em fundos com diversas estratégias.

2.2 Investidores

Quanto ao perfil do investidor destes fundos²⁵, podemos apontar como principal alvo destes fundos investidores institucionais²⁶ e investidores particulares com grande capacidade financeira²⁷. A captação de investidores é feita de forma privada²⁸ e o valor do investimento mínimo é muito elevado quando comparado com fundos tradicionais,

²³ Como por exemplo fusões, aquisições, cisões, lançamentos de ofertas públicas de aquisição, alvo de ofertas públicas de aquisição.

²⁴ A diversificação do risco consiste numa estratégia de constituição de carteira de investimento que permite compensar o risco de um único activo pela conjugação com diversos activos. Um carteira com diversos títulos representa um menor risco do que a soma dos riscos individuais de cada um dos activos que a compõem. Para maior desenvolvimento, principalmente na perspectiva financeira vd. BREALEY, MYERS E MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Press, 2009 p. 323 e ss.

²⁵ Tomamos como base para as nossas conclusões os relatórios sobre risco sistémico publicados pela FSA, regulador financeiro do Reino Unido, disponíveis em <http://www.fsa.gov.uk>, que muito embora se reportem à realidade do Reino Unido e não possam servir como base para generalizações, permitem ter uma noção genérica da base de investidores.

²⁶ Tais como bancos, seguradoras, fundos de pensões e outros fundos de investimento, correspondendo segundo dados da FSA disponíveis em www.fsa.co.uk, a 60% da base de investidores de *Hedge Funds*.

²⁷ Geralmente designados em inglês por *high net worth individuals*. Note-se que de acordo com a AIFMD, a comercialização de FIAs a investidores não profissionais estará sujeita a permissão por parte dos estados, não sendo claro neste momento até que ponto é que estes investidores poderão continuar a recorrer a FIAs (artigo 43.º n.º 1 da AIFMD).

²⁸ Notamos que a comercialização de fundos de fundos de investimento alternativos estará sujeita a um novo conjunto de regras aquando da implementação da AIFMD.

sendo geralmente superior a € 500.000. Este factor leva a que estes fundos tenham uma reduzida base de investidores, mas um património de activos muito elevado²⁹.

2.3 Remuneração do fundo e liquidez dos activos

Quanto à remuneração dos gestores dos fundos, esta é feita principalmente com base numa comissão sobre os ganhos, factor que leva a que a gestão tenha de ser orientada para retornos absolutos, devendo estes ser suficientemente elevados para remunerar o risco assumido pelos investidores e a remuneração efectiva do gestor³⁰.

Os *Hedge Funds* são por regra fundos fechados, não permitindo a liquidação antecipada das unidades de participação. Este elemento permite aos gestores destes fundos, uma vez que não correm o risco de resgates antecipados e consequente necessidade de criação de liquidez, concentrar posições longas e ilíquidas, ao contrário de fundos tradicionais, que sendo geralmente abertos, estão sujeitos a regras de diversificação de risco e são obrigados a deter activos com elevada liquidez para fazer face ao resgate das unidades de participações, estando por isso limitados nas estratégias que podem desenvolver.

2.4 Diferenças de estratégia face a OIC tradicionais

Em termos gerais, podemos afirmar que os *Hedge Funds* são geralmente caracterizados pela possibilidade de recurso a estratégias assentes em posições curtas³¹, concentrando regularmente o risco, procurando retorno absoluto, utilizando grandes níveis de alavancagem e derivados, enquanto os OICs tradicionais actuam com posições longas, diversificando o risco e procurando retorno relativo, isto é, procurando seguir os níveis de rentabilidade média do mercado onde actuam.

²⁹ Ver nota de rodapé 74.

³⁰ As comissões praticadas no mercado podem chegar aos 20% sobre os retornos do fundo.

³¹ Os *Hedge Funds* recorrem frequentemente a técnicas de venda curta, seja para cobertura de risco seja como forma de geração de retorno, estratégia que está geralmente vedada legalmente às OICs tradicionais. Para maior desenvolvimento relativamente ao tema do *short-selling*, especialmente no caso português vd. CRISTINA SOFIA DIAS, *Notas breves a propósito do regulamento sobre short selling e credit default swaps*, em “Caderno do Mercado de Valores Mobiliários”, N.º 39, Agosto de 2011, e CARLOS F. ALVES, *Um Breve Contributo para eliminação de alguns equívocos sobre short selling*, em “Caderno do Mercado de Valores Mobiliários”, N.º 37, Dezembro de 2010

Por outro lado, quanto ao risco, os *Hedge Funds* procuram estar pouco expostos a risco de mercado, uma vez que recorrem fortemente a estratégias de cobertura de risco³², estando sujeitos principalmente ao risco de gestão, uma vez que dependem fortemente das decisões dos gestores do fundo, enquanto os OICs tradicionais estão expostos principalmente ao risco de mercado uma vez que detêm portfólios diversificados e estratégias de investimento passivas e de longo prazo.

Finalmente, os OICs recorrem geralmente a estratégias passivas em termos de activismo societário, optando por estratégias de *Exit*, enquanto os *Hedge Funds* recorrem recorrentemente a estratégias de *Voice*³³.

Podemos concluir que os investidores institucionais clássicos tendem a ter poucos incentivos a monitorizar e intervir activamente na gestão das sociedades onde participam, podendo esta atitude ser em parte explicada pela grande diversificação dos portfólios detidos, podendo ser titulares de títulos em centenas ou milhares de sociedades, tornando muitas vezes impraticável a monitorização efectiva de cada um dos títulos³⁴.

Com base nestes elementos podemos concluir que os Hedge Funds constituem uma categoria isolada de OIC's não podendo ser reconduzidos nem englobados na definição destes.

2.5 Diferenças face a *Private Equities*

Os fundos de *Private Equity* correspondem a fundos de investimento, também considerados como fundos de investimentos alternativos³⁵. Estes fundos têm vindo adoptar em determinadas circunstâncias estratégias semelhantes às de *Hedge Funds*,

³² Por exemplo, face um risco cambial no futuro derivado da necessidade de realizar um pagamento numa determinada moeda, celebra-se um contrato derivado tal como um “futuro” no qual se garante a aquisição no futuro do montante previsto por um preço fixado no presente, ou uma opção onde se garante a possibilidade de exercer um direito potestativo de aquisição do montante por um preço determinado no presente.

³³ A diferença entre uma estratégia de *Exit* e uma estratégia de *Voice*, prende-se com a reacção face a situações societárias consideradas negativas. Enquanto a estratégia *Exit* consiste na mera saída da estrutura accionista, sendo uma estratégia passiva face à administração, muito embora pela pressão na valorização dos títulos que pode gerar, não deixe de ter impacto na gestão. Já a estratégia *Voice* corresponderá ao recurso a diversos meios ao dispor do accionista que permitem evitar, alterar e definir novas actuações na sociedade, sendo uma estratégia activa face à administração. para mais desenvolvimento, Donald Nordberg, *Corporate Governance, Principles and Issues*, Sage Publications, 2011, p. 27 e ss, vd. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *O Governo dos Fundos de Investimento*, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VIII, Coimbra p. 30.

³⁴ Podendo inclusivamente ser subcontratados serviços de monitorização e aconselhamento de sentido de voto nas assembleias gerais. Para mais desenvolvimento vd. JUSTIN FOX e JAY W. LOSRCH, *What Good are Shareholders?*, em “Harvard Business Review”, Jul-Aug 2012.

³⁵ Para os efeitos da AIFMD.

levando a que comece a existir uma possível sobreposição entre estes dois tipos de fundos³⁶. Tendo em conta que a actuação das *Private Equities* tende tradicionalmente a consistir na aquisição de partes de capital de sociedades, importa fazer um breve distinção entre as estratégias típicas destas e o activismo dos *Hedge Funds*.

Verificamos que quanto aos traços gerais das estratégias de investimento relacionadas com a aquisição de participações sociais, a política de investimento destes dois tipos de veículo de investimento tende a ser distinta. Muito embora ambos os tipos de fundo tendam a adquirir participações sociais com vista a introduzir alterações na gestão da sociedade e converter os custos de má gestão, tais com o mau aproveitamento de *free cash flows*³⁷, em valor accionista, vemos que as *Private Equities* tendem a adquirir o controlo das sociedade e a assumir directamente a gestão, enquanto os *Hedge Funds* procuram obter participações minoritárias, obrigando a administração existente a introduzir as alterações pretendidas através de diversas estratégias activistas³⁸.

A estratégia de criação de valor por parte das *Private Equities* é levada a cabo pela obtenção de uma posição de controlo³⁹ numa empresa, que de acordo com a análise efectuada pelo fundo tenha os recursos e activos subaproveitados, permitindo uma aquisição por um preço inferior ao valor correspondente a um cenário de aproveitamento óptimo dos recursos/activos. Esta estratégia é especialmente eficaz quando a subvalorização se deve à existência de uma equipa de gestão ineficiente, uma vez que o fundo poderá efectuar uma substituição desta equipa, permitindo a execução de reformas estruturais. O retorno do investimento é obtido pela geração de mais valias na venda da referida empresa, após a introdução das reformas e consequente valorização. Alternativamente, mas de forma menos expressiva que a estratégia de

³⁶ Especialmente na crescente área do *shadow banking* não abordada neste trabalho.

³⁷ BRIGHAM E HOUSTON definem free cash flow como “o montante de dinheiro passível de ser retirado de uma empresa sem prejudicar a sua capacidade de funcionamento e de geração de fluxos de caixa futuros” (tradução nossa). Para mais desenvolvimento e explicação do método de calcular o free cash flow, vd. BRIGHAM E HOUSTON, *Fundamentals of Financial Management*, 12ª edição, South-Western, EUA, 2009, pag 67.

³⁸ JENNIFER PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, em “European Business Organization Review”, 2011, p 565.

³⁹ O controlo é geralmente adquirido através de operações de *Leverage Buy Out* (LBO), *Management Buy Out* (MBO), ou *Management Buy In* (MBI), podendo incluir no último caso a cooperação da administração em funções. Quando a empresa adquirida é uma sociedade aberta este procedimento de aquisição é geralmente seguido de uma operação *public to private* que consiste em retirar a empresa do mercado cotado a fim de realizar os ajustamentos necessários de forma mais célere e com menores custos de transacção do que se a sociedade se mantivesse uma sociedade aberta. Para maiores desenvolvimentos quanto a operações de LBO na perspectiva jurídica nacional vd. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra, 2011 do ponto de vista financeiro relativamente a operações de M&A vd. BREALEY, MYERS E MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Press, 2009, p. 586 e ss. Uma forma de aquisição de controlo que pode ocorrer e será mais usual numa época de crise acentuada corresponde à aquisição de dívida de uma sociedade insolvente procurando obter uma participação através de uma operação *debt-to-equity*.

aquisição de controlo, os fundos *Private Equity* podem tomar posições minoritárias em *start-ups*, apostando na sua valorização futura⁴⁰.

Assim, a estratégia de investimento dos fundos *Private Equity* é bastante diferente da actuação de *Hedge Funds*, em primeiro lugar pela opção de aquisição de posições maioritárias nas sociedades adquiridas, permitindo alterar a administração e gestão da empresa com base na participação accionista, enquanto os *Hedge Funds* ao adquirirem geralmente posições minoritárias, operam a sua estratégia de activismo de outra forma, nomeadamente concertando posições com os outros accionistas minoritários da empresa⁴¹ e assim exercendo influência sobre a gestão actual⁴².

Verificamos que apesar das diferentes abordagens existe um factor comum entre as estratégias no que diz respeito ao poder moralizador na gestão das sociedades que possam ser alvo destes fundo. Este poder moralizador resulta da possibilidade de afastamento más administrações levarem as administrações das sociedades a moralizar a sua gestão como forma de evitar serem alvos apetecíveis para os fundos.

3 **Entrada de *Hedge Funds* na Estrutura Accionista de Sociedades Abertas**

Esta actuação, relativamente recente na estratégia de investimento de *Hedge Funds*, tem consistido na entrada no capital de sociedades abertas, procurando uma posição activa com vista à obtenção de alterações estratégicas e estruturais que permitam a criação de valor⁴³.

Este tipo de estratégias activistas é seguida por *Hedge Funds* uma vez que permite gerar valorização de sociedades em contraciclo com o mercado, reduzindo a dependência dos níveis de crescimento de mercado e facilitando a obtenção de retornos absolutos.

⁴⁰ Para maiores desenvolvimentos sobre fundos *private equity*, vd. JENNIFER PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, em “European Business Organization Review”, 2011, p. 560 – 569.

⁴¹ Geralmente através da angariação de instrumentos de representação.

⁴² Através desta concertação é também possível a introdução de um representante do *Hedge Fund* na administração da sociedade, passando este representante a exercer uma função de fiscalização bastante eficiente e podendo também exercer pressão dentro do órgão. Esta classe de administradores representando interesses de accionistas minoritários é muitas vezes apontado com uma forma mais eficiente de fiscalização do que administradores independentes ou não executivos, neste sentido JOHNATHAN R. MACEY, *Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2011 p 50, e 51 – 104 que defende, apresentando um considerável numero de exemplos, que as políticas de *Corporate Governance* ao nível dos conselhos de administração apesar de amplamente encorajadas são de um forma geral ineficientes a alcançar metas de *Corporate Governance*.

⁴³ Principalmente através da moralização da gestão, procurando eliminar desperdícios, melhorando o aproveitamento de *free cash flows* e obrigando as sociedades a proceder a reestruturações que criem valor, tais como o cancelamento de estratégias de expansão, correcções nas remunerações dos administradores, alienação de activos não necessários à estratégia da empresa (é conhecido o caso da alienação de uma frota de aviação civil privada numa sociedade num sector totalmente distinto da aviação), bem como a participação activa no desenrolar de OPAs, fusões e aquisições.

Note-se, contudo, que tal como destacam MARCEL KAHAN E EDWARD ROCK⁴⁴, a percentagem de *Hedge Funds* envolvidos em activismo societário é diminuta. Contudo, dado o impacto da estratégia e considerando o potencial de criação de valor que pode representar esta actuação por parte dos *Hedge Funds*, este tipo de actuação pode vir a aumentar significativamente caso os níveis de rentabilidade se mantenham elevados e tendo em conta a queda do preço das *equities* no rescaldo da crise de 2007.

3.1 Factores que favorecem a entrada com posições longas

3.1.1 Capacidade de investimento

Quanto aos factores que permitem a tomada de posições significativas, podemos destacar a elevada capacidade de investimento dos fundos⁴⁵ geralmente multiplicada através de diversas técnicas de alavancagem. Este factor permite a aquisição de posições que confirmam um poder significativo de voto (tendo em conta a fragmentação da estrutura accionista⁴⁶) e a eventual ameaça de aquisição de controlo ou mais raramente a efectiva aquisição de controlo⁴⁷. Contudo, o grande factor de influência dos *Hedge Funds* reside na sua capacidade para coordenar a estratégia de pequenos accionistas através da obtenção de instrumentos de representação⁴⁸.

3.1.2 Independência

Geralmente os fundos de investimento tradicionais pertencem a grandes grupos financeiros, obedecendo, portanto, a orientações do grupo que podem incluir a manutenção de boas relações comerciais com outras entidades clientes ou possíveis clientes. Este aspecto leva a que estes fundos tenham tendência a protagonizar um papel bastante passivo na estrutura accionista de empresas. Este factor é bastante notório quando o fundo é gerido por uma entidade inserida num conglomerado financeiro que inclua banca comercial e/ou de investimento.

⁴⁴ MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in “University of Pennsylvania Law Review”, Vol, 155, p. 1046

⁴⁵ O conjunto dos *Hedge Funds* movimentava em 2006 1,5 triliões de dólares (será seguida a métrica americana), sendo os 200 maiores fundos titulares de activos em valor superior a 1 bilião de dólares, ao que podemos cumular o factor alavancagem. Seguimos os dados apresentados por ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, vol, IX, Coimbra, 2010

⁴⁶ notamos que considerada a diminuta fragmentação das sociedades de direito “continental”, a obtenção de um poder significativo de voto sem a obtenção da maioria dos direitos de voto é pouco comum.

⁴⁷ São conhecidos casos de Ofertas Públicas de Aquisição lançadas por *Hedge Funds*.

⁴⁸ Geralmente um fundo prepara um documento onde divulga a sua estratégia de intervenção na sociedade convidando os demais accionistas minoritários a emitirem instrumentos de representação em nome do fundo, permitindo que seja alcançado um poder de voto muito significativo nas assembleias gerais. Estes processos são geralmente acompanhados de uma forte comunicação publica que facilita a adesão por parte dos demais accionistas. Por outro lado, os *Hedge Funds* tendem também a coordenar a sua actuação com as administrações das sociedades, oferecendo o seu *know-how* altamente especializado.

Quanto aos *Hedge Funds*, estes são caracterizados por estarem geralmente desligados de grupos financeiros ou económicos, podendo actuar com um elevado grau de independência⁴⁹. Este factor facilita a tomada de posições contrárias aos interesses das administrações das sociedades nas quais são accionistas, uma vez que não estão sujeitos às mesmas pressões comerciais, isto é, o risco de perder negócios noutras entidades do grupo financeiro.

3.1.3 Liberdade regulatória

Finalmente, a não sujeição às regras que regulamentam os OICs tradicionais e que geralmente impõem obrigações de diversificação e liquidez nas carteiras de títulos detidas, possibilitam que sejam tomadas participações expressivas no capital de sociedades, facilitando a capacidade de influenciar a administração das empresas participadas⁵⁰.

Por outro lado, não está vedado aos *Hedge Funds* o recurso a instrumentos financeiros complexos que permitem os reforço das sua posições accionistas e a eventual cobertura do risco inerente à detenção de participações sociais⁵¹.

3.2 Impacto nas Sociedades

De uma forma geral, a estratégia de investimento dos *Hedge Funds* na aquisição de participações em sociedades pode ser agrupada em abordagens de curto prazo e abordagens de longo prazo. De uma forma genérica as abordagens de longo prazo serão abordagens com uma forte tendência para o activismo, enquanto a abordagem de curto prazo, tende para operações assentes em *intraday trading* tais como *short-selling*, tendendo a não incluir qualquer forma de activismo e apostando na obtenção de margens de retorno em operações executadas numa escala temporal muito reduzida, geralmente inferior a um dia, muitas vezes inferior a uma hora. Estas operações podem apostar na desvalorização dos activos como na sua valorização⁵².

Quanto às implicações de abordagens de curto prazo, verificamos que não tem como preocupação a alteração ou influência na actividade de gestão, estando mais focados na

⁴⁹ MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in University of Pennsylvania Law Review, Vol, 155, p. 1066

⁵⁰ No regime português, em regra, e sujeito a excepções, um OIC sujeito ao RJOIC não poderá deter uma posição superior a 10% no capital de uma sociedade.

⁵¹ Entre outros o recurso a *swaps* e *put options*, vd, numa perspectiva financeira, BREALEY, MYERS E MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Press, 2009 p. 670 e ss.

⁵² Muitas vezes a actuação de fundos que apostam na desvalorização de activos é fortemente criticada, contudo estas críticas ignoram geralmente a potencialidade de introdução de liquidez no mercado criada pelas compras para fecho das posições, que ocorrem quando os restantes investidores não só não estão interessados na aquisição dos activos como pretendem desfazer-se dos mesmos.

antecipação e reacção a eventos do que na participação/influência nestes. Os principais riscos destas actuações estão geralmente relacionados com a possibilidade de actuações ilícitas, tais como a tentativa de manipular os mercados ou a utilização de informação privilegiada, existindo *moral hazard*.

Quanto às abordagens de longo prazo, permitem a actuação ao nível do activismo societário, existindo incentivos para que os fundos procurem activamente formas de criar valor uma vez que são titulares do capital ou de interesses positivamente relacionados com a valorização do capital. Estes incentivos levam geralmente a uma actuação conforme aos interesses dos demais accionistas, que por diversas razões não tem a capacidade de actuar de forma isolada. Verificamos que é apontado o risco de os fundos na hora de desfazer as suas posições actuarem contra os interesses dos accionistas que mantém as suas participações no capital, contudo, não podemos esquecer que a mais valia adquirida pelos fundos não deixa de estar também ao alcance dos demais accionistas e reflecte o valor presente dos ganhos futuros que também se reflectirão nas demais participações accionistas⁵³.

3.3 Formas de influência na sociedade

Constatamos que os alvos preferenciais de uma política activista são empresas com elevado potencial de vendas, excesso de liquidez e com significativas ineficiências na alocação de recursos passíveis de ser corrigidas⁵⁴.

A actuação activista de *Hedge Funds* consiste essencialmente na sua capacidade de monitorizar as empresas, identificando os problemas estruturais, formulando posteriormente uma estratégia que permita eliminar os problemas estruturais identificados, permitindo finalmente executar esta estratégia com vista a eliminar os problemas estruturais identificados⁵⁵. Esta actuação dependerá, claro, da capacidade de influenciar a gestão da sociedade alvo.

⁵³ Relativamente a este ponto, vd, DONALD NORDBERG, *Corporate Governance, Principles and Issues*, Sage Publications, 2011, p. 174

⁵⁴ JOSEPH A. MCMCCAHEREY e ERIK P.M. VERMEULEN, *Private equity and hedge fund activism: explaining the differences in regulatory responses*, em "European Business Organization Law Review", 2008, P.566.

⁵⁵ Identificando estes aspectos numa perspectiva de controlo de eficácia, vd. JOSEPH A. MCMCCAHEREY e ERIK P.M. VERMEULEN, *Private equity and hedge fund activism: explaining the differences in regulatory responses*, em "European Business Organization Law Review", 2008, P.566.

Adquirida uma participação ou um interesse económico, os *Hedge Funds* geralmente podem actuar a diversos níveis nas sociedades, sendo conhecidas actuações ao nível dos (i) órgãos de administração, (ii) assembleias gerais, (iii) luta pelo controlo societário e (iv) reorganizações societárias⁵⁶.

Ao nível dos órgãos de administração, a actuação geralmente acontece a dois níveis, passando por negociação informal, que pode ser reforçada por pressão pública, mas por outro lado pode também consistir na designação de representantes⁵⁷ e na destituição de membros dos órgãos de administração.

Quanto à actuação ao nível das assembleias gerais, a presença dos *Hedge Funds* é particularmente significativa, uma vez que a sua actividade choca com o característico absentismo nestes órgãos. Esta actuação é muitas vezes levada a cabo alinhando interesses com outros accionistas minoritários que pela sua dimensão ou capacidade técnica não são capazes de exercer pressão por si próprios e vêm nos *Hedge Funds* um importante intermediário no confronto com a gestão das sociedades e com os accionistas maioritários. Assim, são conhecidos fenómenos de luta por obtenção de instrumentos de representação (designado na literatura anglo-saxónica por *proxy fights*)⁵⁸, sendo comum estes fundos conseguirem agregar os votos de um número considerável de pequenos accionistas, permitindo o exercício de um poder de voto significativamente superior à participação individualmente detida. Por outro lado, este apoio pode gerar ganhos ao nível da comunicação, demonstrando que os fundos não estão a actuar isoladamente e por meros interesses egoístas. Adicionalmente, os fundos podem dar início a acções judiciais, nomeadamente responsabilizando civilmente os administradores.

Relativamente às batalhas pelo controlo societário, podemos destacar três principais vertentes de actuação⁵⁹: bloqueio de aquisições do lado do adquirente⁶⁰, quando

⁵⁶ Neste ponto seguimos de forma genérica a classificação e ordem de exposição proposta por ENGRÁCIA ANTUNES, para mais desenvolvimento e exemplos ENGRÁCIA ANTUNES, *Os "Hedge Funds" e o Governo das Sociedades*, in "Direito dos Valores Mobiliários", vol, IX, Coimbra, 2010, p. 51 e ss.

⁵⁷ Não sendo inédito o caso de *Hedge Funds* estarem representados em conselhos de administração, sendo exemplo o caso da General Motors que viu designado para o seu conselho de administração um representante do fundo de investimento, neste caso o fundo Tracinda Corporation.

⁵⁸ Instrumentos jurídicos através dos quais um accionista se faz representar por outro, permitindo ao representante que votar em sua representação.

⁵⁹ Neste sentido MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, em "University of Pennsylvania Law Review"

consideram que a operação vai destruir valor⁶¹; bloqueio de vendas do lado do adquirido, quando considerem que os termos da oferta não são favoráveis, podendo também ocorrer uma aquisição de participação com o objectivo de desenvolver um esforço de aumento da contrapartida e respectiva alienação do título no curto prazo. Esta actuação tem a externalidade positiva de permitir aos demais accionistas beneficiar da contrapartida acrescida. São ainda conhecidos casos de recurso a meios de litigância judicial no quadro de uma aquisição.

Finalmente, reflectindo a heterogeneidade de estratégias por parte dos fundos são também conhecidos alguns casos de ofertas publicas de aquisição lançadas por *Hedge Funds*.

Numa última nota, destacamos ainda a possibilidade de utilização do voto no sentido da realização ou bloqueio de operações de fusão, cisão e venda de activos, como forma de otimizar os activos e potencialidades de sinergia e inerente criação de valor ou evitar a destruição de valor.

4 Aspectos positivos e negativos do activismo

Neste ponto serão analisados aqueles que são geralmente apontados como pontos positivos e negativos do activismo societário, tendo em especial atenção o estudo efectuado por ALON BRAV, WEI JIANG, FRANK PARTNOY, E RANDALL THOMAS relativamente a este fenómeno.

4.1 Aspectos positivos

Um aspecto apontado com grande vantagem dos activismo societário prende-se com o incentivo existente para estes accionistas desenvolverem uma monitorização efectiva da sociedade participada⁶². Nomeadamente, fruto da necessidade de retornos absolutos e de remuneração do investidores considerando as comissões cobradas, o bom desempenho dos investimentos feitos tem de estar assegurado. Este facto, somado ao alto nível técnico dos gestores dos fundos, permite que estes accionistas tenham uma

⁶⁰ Um exemplo paradigmático deste tipo de operação foi o caso “Deutsche Borse”, onde um fundo conseguiu bloquear uma aquisição, levando no final a que o adquirente distribui-se como dividendos os montantes que iria utilizar numa aquisição, reputada de desastrosa a nível financeiro. Esta operação foi largamente noticiada, tendo inclusivamente o comentário publico de diversos dirigentes políticos.

⁶¹ O resultado de um adquirente pagar mais por uma aquisição é um fenómeno relativamente generalizado e que resulta muitas vezes do acto competitivo em algumas aquisições, quando a avaliação de uma concentração tem de ser feito numa base de caso concreto tendo em conta as possíveis sinergias gerados entre os activos e operações do adquirente e do adquirido. Só com esta análise é possível identificar um preço que permita que a operação gere valor acrescido que justifique o pagamento de um prémio de aquisição sobre o valor individual dos activos adquiridos. Para maior desenvolvimento vd. ROBERT G. ECCLES, KERSTEN L. LANES, E THOMAS C. WILSON, *Are You paying to much for that acquisition?*, Harvard Business Review, Julho-Agosto 2009.

⁶² MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in University of Pennsylvania Law Review, Vol, 155, pp. 1062-1070; ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in Direito dos Valores Mobiliários, vol, IX, Coimbra, 2010, pp. 58-63

actividade de monitorização altamente eficaz, beneficiando os outros accionistas, nomeadamente os pequenos investidores individuais que não têm a capacidade, nem os meios, para desenvolver este tipo de análise e actuar de acordo com as conclusões, exigindo e forçando a implementação de medidas correctivas.

De uma forma geral, a capacidade de monitorização aliada a uma actuação passível de criação de valor, através de variadas formas, principalmente pela capacidade efectiva de pressionar a administração a melhorar os seus procedimentos, eliminando ineficiências e moralizando a gestão do capital livre da sociedade, conduzem a uma valorização dos títulos da sociedade, situação esta, que quando aliada a uma efectiva valorização dos fundamentais, no longo prazo, será positiva, não só para os accionistas, mas também a nível macroeconómico.

No ponto seguinte são abordadas as conclusões de um estudo baseado em dados empíricos que confirma a potencialidade de criação de valor e demonstra diversos pontos positivos deste tipo de actuação.

4.2 Dados Empíricos - Conclusões do estudo “*Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*”

Quanto ao impacto positivo do activismo societário consideraremos o estudo realizado por ALON BRAV, WEI JIANG, FRANK PARTNOY, AND RANDALL THOMAS⁶³ que estuda o activismo societário de *Hedge Funds* em 882 empresas alvo entre 2001 e 2006. Este estudo conclui que de uma forma generalizada existe um impacto positivo do activismo societário.

Um primeiro aspecto positivo destacado por este estudo centra-se nas reacções dos mercados ao anúncio da entrada de um *Hedge Fund* numa sociedade, uma vez que este é de uma forma generalizada seguido um aumento de cotação da mesma, demonstrando que a generalidade dos accionistas acredita no potencial de criação de valor deste fundo. É também verificado que esta tendência de aumento de cotação tende a manter-se ao longo do tempo, o que permite concluir que não é uma reacção volátil.

Adicionalmente, estes autores concluem que a valorização de uma sociedade apenas tende a descer com a saída de um *Hedge Fund* quando este falhou o seu plano de intervenção, o que comprova, mais uma vez, a tendência positiva da actuação activista com resultados no longo prazo.

⁶³ ALON BRAV, WEI JIANG, FRANK PARTNOY, AND RANDALL THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, EGCI -Finance Working Paper No. 139/2006

Este estudo destaca, também, que a criação de valor tende a passar principalmente pela identificação e correcção de ineficiência na alocação de recursos, redução dos custos de agência e correcção de problemas associados ao *Free Cash Flow*. Um dado relevante e ilustrativo desta capacidade consiste na conclusão de que, no universo estudado, em média, no ano seguinte à entrada de um *Hedge Fund* activista no capital de uma sociedade, a remuneração média da administração tende a diminuir em valores na ordem de um milhão de dólares.

Este estudo conclui ainda que a intervenção apenas é hostil⁶⁴ em 30% dos casos de activismo, sendo comum a colaboração entre os fundos e as administrações e demais accionistas.

Como conclusão, este estudo aponta no sentido de que o mercado premeia a actuação dos *Hedge Funds*, sendo este tipo de actuação preferível a outras formas de entrada hostil, uma vez que não só tende a ser uma actuação mais eficaz, como geralmente os *Hedge Funds* obtêm o apoio da administração e dos demais accionistas, sendo geralmente bem sucedidos nas metas a que se propõem aquando da entrada.

Finalmente, importa destacar que estes autores são significativamente contrários à necessidade de regulação, reflectindo uma visão tendencialmente favorável à actuação activista de *Hedge Funds*.

4.3 Aspectos Negativos e Riscos

Podemos considerar, que apesar das vantagens apontadas, existem também alguns pontos negativos que devem ser referidos, sendo estes geralmente associados a *moral hazard* relacionado com a actuação dos fundos e com a possibilidade de geração de risco sistémico.

Assim, verificamos que um caso evidente de *moral hazard* que pode envolver conflito de interesses, corresponde à actuação numa operação em que o fundo detenha interesses em duas sociedades numa operação de aquisição. Nesta estratégia, o fundo protege-se do risco de desvalorização da sociedade adquirente (cujos títulos tendem a desvalorizar numa operação desta natureza) ao deter também participações na sociedade adquirida (cujos títulos tendem a valorizar numa operação desta natureza). Desta forma, o fundo poderá beneficiar caso a aquisição seja bem sucedida ou não. Esta estratégia pode ser mais complexa, caso sejam utilizados instrumentos derivados e eventual cobertura total do risco.

Um outro caso significativo, em termos de *moral hazard*, consiste na utilização temporária de participações, ou direitos de voto, especialmente adquiridos para efeitos

⁶⁴ sendo a hostilidade caracterizada por ameaça ou prática de angariação de instrumentos de representação (“proxy contest”), tomada de controlo, início de processos judiciais ou pressão pública contra a administração.

de votação de decisões de fusão ou aquisição, sem que exista qualquer aquisição definitiva das posições e do risco inerente à tomada das decisões. Neste caso, será possível a votação sem qualquer sujeição ao risco que a mesma possa representar⁶⁵. Estes casos, correspondem a eventos de *empty voting*, situação em que o fundo entra na estrutura accionista e vota após ter celebrado *equity swaps*, que permitem a cobertura do risco da decisão. Assim, o fundo poderá libertar-se das participações em condições pré-acordadas, caso a operação não corra como pretendido, podendo permitir que sejam votadas posições de assunção de risco pelas sociedades, sem que o fundo assuma qualquer deste risco. Por outro lado, este tipo de acordos, permite que os fundos adquiram temporariamente direitos de voto numa sociedade, sem que adquiram a propriedade das participações. Esta estratégia pode também ser utilizada para influenciar o resultado de operações como fusões, onde o fundo vota numa sociedade X, procurando obter ganhos pela participação na sociedade Y⁶⁶.

Um outro tipo de problema apontado corresponde à concertação tácita entre *Hedge Funds*, escapando às regras de comunicação de participações. Este problema é designado por “*wolf packing*”. Contudo, na opinião de MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK e com base no estudo por estes desenvolvido, este é um fenómeno pouco recorrente e que não deverá levantar preocupações⁶⁷.

Finalmente, podemos destacar a possibilidade de criação de risco sistémico, que corresponde à repercussão negativa das consequências nas várias entidades do sistema financeiro de um evento, geralmente uma insolvência, motivado pela interligação característica dos agentes deste sector⁶⁸. No caso dos *Hedge Funds* a actuação activista assente em elevados níveis de alavancagem poderá implicar no caso de insucesso da estratégia um alto risco de perdas para os credores, que tendencialmente serão investidores institucionais e instituições financeiras⁶⁹.

Finalmente, destacamos o conflito entre os interesses de accionistas e de titulares de dívida, principalmente os credores obrigacionistas. Este conflito não é particular deste

⁶⁵ Não sendo uma actuação unicamente associada a *Hedge Funds*. Este tema é tratado em MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in “University of Pennsylvania Law Review”, Vol, 155, p. 1072 e ss

⁶⁶ por exemplo na fusão “Mylan-King em Julho de 2004. Para maior desenvolvimento quanto aos acontecimentos que caracterizaram esta fusão vd. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/08/19/sec-resolves-empty-voting-action-involving-king-mylan-merger/>

⁶⁷ MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in University of Pennsylvania Law Review, Vol, 155, p. 1077-1079

⁶⁸ Por exemplo, a incapacidade de um agente cumprir o seu serviço de dívida poderá impedir um seu credor de cumprir os seu próprio serviço de dívida, que poderá por sua vez levar a uma segunda falência. Tendo em conta que uma destas entidades pode ser cotada, ou ter obrigações emitidas no mercado, poderá levar ao accionamento de *credit default swaps* (CDS), colocando, num caso de massificação de eventos, as entidades que emitem este instrumento de garantia em situações de insolvência, que podem, por sua vez, pela interligação com uma instituição bancária, levar a que os activos desta sejam reduzidos de forma a impedir que sejam cumpridas as obrigações resultantes de depósitos bancários face a particulares, resultando na perda das poupanças destes. Por sua vez, a destruição das poupanças dos particulares, levará a que estes reduzam o seu consumo repercutindo estes impactos no comércio. De uma forma generalizada, o risco sistémico corresponde a uma repercussão imprevisível de um evento em toda a economia, motivada pela interligação dos fluxos de pagamento e exposição a eventos de insolvência.

⁶⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in Direito dos Valores Mobiliários, vol, IX, Coimbra, 2010, p. 63-65. Chamamos a atenção para que o paradigma de actuação baseada em elevados níveis de alavancagem deixou de ser comum no rescaldo da crise de 2007, não deixando, contudo, este risco de ser relevante.

tipo de operações, sendo uma constante na vida societária, mas tendo em conta a forte propensão para a reestruturação e actuação tendente à criação de valor accionista, não podemos deixar de destacar que este poderá levar a um aumento do risco da empresa, alterando de forma significativa o valor dos títulos obrigacionistas.

Sabemos que a grande oposição entre os accionistas e os titulares de dívida prende-se com o perfil de risco da sociedade. Assim, por um lado, os accionistas que através da distribuição de dividendos e aumento de valor dos títulos como reflexo do crescimento de uma empresa beneficiam directamente do crescimento desta e tendem a estar protegidos do perfil individual de risco pela diversificação dos seus investimentos. Por outro lado, os credores, principalmente os credores obrigacionistas, estão sujeitos a uma remuneração tendencialmente fixa e a mais das vezes independente do crescimento da sociedade devedora. Este credores efectuem a sua análise de risco e tomam a decisão de investimento com base no perfil de risco verificado e esperado na data do investimento, estando a sua remuneração associada a este perfil de risco, pelo que qualquer alteração do perfil de risco da sociedade aumentará o risco do investimento, sem que exista um correspondente aumento do retorno, à semelhança do que acontece com os accionistas. Por este motivo, verificamos que os accionistas tendem a ser favoráveis a um aumento do perfil de risco, considerada a expectativa de maiores retornos e tendo em conta a protecção oferecida pela diversificação de um portefólio de investimento. Os demais credores tendem a ser favoráveis a perfis de risco pouco agressivos, apostando na estabilidade de geração de fluxos de caixa para garantia do serviço de dívida⁷⁰.

Resta por ultimo um aspecto controverso e que foi particularmente tratado na AIFMD que se prende com a actuação designada por desmembramento de activos (“*Asset Stripping*”). Este fenómeno consiste na liquidação de activos com o único objectivo de criação de liquidez de curto prazo para ser distribuída aos accionistas. Esta estratégia pode potencialmente destruir o potencial de criação de valor no longo prazo. Contudo, esse valor estará já reflectido no valor do titulo, pelo que uma opção de desmembramento, assumindo um mercado eficiente em termos de definição de preço, apenas será economicamente racional e portanto passível de ser executada, num caso em que os activos alienados estejam sujeitos a uma utilização ineficiente, situação em que pode ser afirmado que, numa lógica macroeconómica, a actuação que parece ser de mero interesse egoísta, permitirá uma mais eficiente alocação de recursos, convertendo um recurso com um aproveitamento ineficiente em liquidez que poderá ser reinvestida pelos accionistas em aplicações mais eficientes, gerando uma mais valia global na economia. Podemos verificar que os riscos apontados não são exclusivos da actuação de *Hedge Funds*, mas antes, de uma forma geral, característicos de uma actuação accionista passível de ser levada a cabo por diversos outros agentes do mercado.

⁷⁰ Vd. BRIGHAM E HOUSTON, *Fundamentals of Financial Management*, 12ª edição, South-Western, EUA, 2009, p. 20.

5 Necessidade de regulação?

Esta é uma questão que tem sido colocada ao longo do tempo, dividindo a doutrina, quer jurídica, quer económica, sem que exista uma resposta inequívoca.

Os argumentos a favor da regulação tendem a centrar-se em 3 linhas de força: (i) a protecção dos investidores, (ii) o risco de condutas ilegais e finalmente (iii) o risco sistémico⁷¹.

Quanto à protecção dos investidores, tal como já foi referido, este parece ser um aspecto de menor relevo em fundos como os *Hedge Funds*, dada a natureza restrita dos investidores, geralmente indivíduos com elevado poder financeiro e conhecimento. Verificamos também que a maior fatia de investidores em *Hedge Funds* corresponde a investidores institucionais⁷², pelo que este aspecto parece não ser relevante *per se* para justificar uma actuação regulatória concertada a nível europeu. Verificamos que a AIFMD poderá limitar de forma significativa a comercialização a clientes não institucionais, pelo que neste caso a protecção poderá “eliminar” o protegido.

Relativamente ao risco de condutas ilegais, temos dúvidas que a regulação comportamental ou prudencial seja o melhor mecanismo para solucionar este tipo de comportamentos uma vez que implicará um custo geral muito significativo para prevenir o risco de comportamentos atípicos e já regulados por outros instrumentos jurídicos⁷³.

Quanto ao risco sistémico, este parece ser o ponto fulcral na eventual necessidade de regulação, uma vez que a potencialidade de repercussão de uma situação de insolvência de um *Hedge Fund* poderá ter consequências imprevisíveis, principalmente se tivermos em conta que existem gestores de *Hedge Funds* com activos sob gestão superiores a vários milhares de milhões de euros⁷⁴. Importa ter também presente que existem autores com posições frontalmente contra a regulação de *Hedge Funds*, sendo caso de JOHNATHAN R. MACEY que defendendo que a lógica de diversidade de políticas de investimento e confidencialidade das mesmas, impede, apesar do valor investido, que existam fenómenos de reprodução de estratégias, o que impediria, em caso de falha de um *Hedge Fund*, a reprodução do fenómeno em larga escala. Este

⁷¹ Vd. ANDREAS ENGERT, *Transnational Hedge Funds Regulation*, em “European Business Organization Law Review”, vol. 11, 2011

⁷² Tomamos em consideração os dados disponibilizados nos relatórios sobre risco sistémico relacionado com Hedge Funds publicado pela FSA e disponíveis em www.fsa.co.uk.

⁷³ Regimes de branqueamento de capitais, regimes de combate à corrupção, legislação relativa a *insider trading*, burla, etc.

⁷⁴ Segundo o relatório Europe 50 relativo a 2011 publicado pelo “The Hedge Fund Journal” os 3 primeiros gestores de Hedge Funds do ranking elaborado tem todos activos sob gestão superior as \$30 bn. Para mais detalhe vd. <http://www.thehedgefundjournal.com/> onde estão também disponíveis os relatórios relativos aos Estados Unidos da América e Ásia.

autor defenden que a ideia de que existe um risco sistémico associado a *Hedge Funds* é completamente errada, ou nas palavras deste autor “imaginada”⁷⁵.

Contudo, o juízo de necessidade ou não de regulação não poderá nunca ser feito sem uma análise exaustiva de custo/benefício, pois não pode ser ignorado que o custo de implementação de medidas de regulação é bastante elevado⁷⁶.

Analisando agora os objectivos propostos no preâmbulo do projecto da AIFMD, verificamos que as preocupações ao nível de risco que se pretendiam acautelar, eram principalmente as seguintes:

- **Risco Sistémico** Este risco deriva da exposição directa de importantes segmentos da banca ao risco dos *Hedge Funds*. Sendo também apontado neste preâmbulo o receio da concentração de risco em determinados segmentos do mercado. É também apontado o risco de liquidez no mercado como resultado de desalavancagem⁷⁷.
- **Protecção do investidor** É apontada a falta de transparência quanto à divulgação de informação, seja ao nível de gestão de risco, seja de estratégias de investimento, bem como, alguns casos de conflitos de interesse entre os investidores e os gestores do fundo.
- **Impacto no Controlo Societário** Especialmente quanto à falta de transparência na construção de posições accionistas em sociedades.

Relativamente ao risco sistémico, que em nosso entender, será o risco mais relevante ao nível da regulação, importa ainda destacar a distinção feita pela FSA entre risco de canal de crédito e risco de canal de mercado⁷⁸.

O primeiro deste riscos corresponde ao risco que pode ocorrer quando a falha de um *Hedge Fund* leve a perdas significativas por parte de bancos e outras contrapartes que tenham concedido financiamento ao *Hedge Fund* ou tenham investido directamente no fundo, por outro lado, o risco de mercado surge quando a falha de um *Hedge Fund* leve a impactos significativos relacionados com a necessidade de fecho de posições ou activos por parte de um *Hedge Fund*, podendo gerar problemas de liquidez nos mercados afectados.

⁷⁵ JOHNATHAN R. MACEY, *Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2011 p. 268 a 269.

⁷⁶ Vd. nota 101.

⁷⁷ Curiosamente e em contradição com esta preocupação este projecto pretendia impor limitações gerais ao nível de alavancagem, o que implicaria certamente um desalavancagem forçada e repentina de fundos que mantivessem na data de aplicação da legislação ratios de alavancagem superiores aos permitidos.

⁷⁸ Vd. os relatórios “*Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds*” disponíveis em www.fsa.co.uk

6 A AIFMD

A directiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (Directiva 2011/61/UE) foi adoptada pelo Parlamento Europeu a 11 de Novembro de 2010 e pelo Conselho Europeu a 27 de Maio de 2011 e entrou em vigor a 21 de Julho de 2011, 20 dias após ter sido publicada no Jornal Oficial. A directiva deverá ser implementada pelos Estados-Membros até 22 de Julho de 2013⁷⁹.

Apesar da aprovação desta directiva, é importante ter presente que o processo de regulamentação da gestão dos fundos de investimento alternativos está longe de estar completa uma vez que esta directiva será complementada por um conjunto de regulamentação seguindo o processo Lamfalussy⁸⁰.

Esta directiva, desenvolvida após a crise financeira 2007, visa regular a gestão de fundos de investimento alternativos. O facto de o processo legislativo ter ocorrido no rescaldo da crise de 2007 levou a que fossem levantadas críticas sobre a motivação desta directiva, tendo ocorrido um debate sobre se seria uma medida de regulação motivada por fins técnicos ou políticos, uma vez que não foi estabelecido peremptoriamente que os fundos de investimento alternativo, tais como os *Hedge Funds* ou os fundos de *Private Equity* tenham sido os causadores da crise de 2007, apesar de diversos agentes políticos os considerarem responsáveis⁸¹.

Independentemente da motivação que levou à aprovação desta directiva, é inequívoco que este acto legislativo comunitário afectará de forma significativa a actuação de um conjunto de fundos de investimento, incluindo os *Hedge Funds*, importa, portanto, analisar o impacto que terá relativamente às estratégias de activismo societário, procurando antecipar se irá prevenir ou evitar alguns dos riscos apresentados anteriormente, tal como parece ser a sua ambição.

⁷⁹ Artigo 66.º

⁸⁰ O processo Lamfalussy corresponde a um método de implementação de regulamentação financeira adoptado no seguimento das conclusões elaboradas por um grupo de trabalho liderado pelo Barão Alexandre Lamfalussy a pedido da Comissão Europeia. Este procedimento distribui o processo de implementação de regulamentação em diversos níveis envolvendo aos diversos agentes do sector. Em resumo os traços gerais são estabelecidos por Directivas eminentemente políticas, sendo a sua implementação ao nível de Regulamentos comunitários e legislação nacional atribuído essencialmente aos agentes reguladores em comunicação com os agentes do mercado. Estes procedimentos são caracterizados por extensas consultas ao mercado e procura de consensos entre agentes políticos, reguladores e agentes do mercado. Para maiores desenvolvimentos ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm e PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009 p 45 e ss.

⁸¹ Quanto ao movimento regulatório motivado por eventos de crise, ver MOLONEY, NIAMH, *Reform or Revolution? The financial crisis, EU financial markets law, and the European securities and Markets Authority*, em “International & Comparative Law Quarterly”, 2011 60(2), 521-533 e ainda, referindo que esta directiva foi motivada pela crise de 2007, apesar de não estar verdadeiramente direccionada para as causas da crise, FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (3), pag. 379 a 399, e também, defendendo que a directiva teve uma forte motivação política, ao invés de fundamentação técnica, PAYNE, JENNIFER, *Private equity and its regulation in Europe*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (4), pag. 582.

6.1 Âmbito subjectivo

O legislador comunitário optou por regular a actividade dos gestores de fundos de investimento alternativo ao invés de regular directamente os fundos de investimento. Assim, o conjunto de regras presentes nesta directiva aplicam-se aos gestores de fundos de investimento que sejam considerados fundos de investimento alternativo (artigo 1.º), devendo-se certamente esta opção a razões de ordem prática, uma vez que a maioria dos fundos foi constituído e está sediado fora do espaço europeu.

Um fundo de investimento alternativo, à luz da AIFMD, é definido como um “*organismo de investimento colectivo, incluindo os respectivos compartimentos de investimento, que: (i) reúna capital junto de um certo número de investidores, tendo em vista investir esse capital de acordo com uma política de investimento definida em benefício desses investidores, e (ii) não requeira autorização ao abrigo da Directiva 2009/65/CE*”⁸², (artigo 4.º n.º1, a))

De acordo com o texto da directiva, esta aplicar-se-á a:

- gestores de AIFs sediados na UE que gerem fundos sediados na UE ou fora (artigo 2.º, n.º 1, a));
- gestores extra-UE que gerem fundos sediados na UE (artigo 2.º, n.º 1, b)); e
- aos gestores de AIFs que comercializem fundos na UE, quer estes fundos estejam sediados na UE ou fora. (artigo 2.º, n.º 1, c))

Para efeitos de aplicação do regime é indiferente se os fundos são abertos ou fechados, se foram constituídos ao abrigo de legislação sobre contractos ou sobre *trusts*⁸³ ou ter qualquer outra forma jurídica prevista na lei e a sua estrutura jurídica (artigo 2.º, n.º 2).

Ainda quanto à sua incidência, a directiva exclui expressamente da sua aplicação a um conjunto de entidades, especialmente SGPS, entidades supranacionais e veículos de titularização (artigo 2.º, n.º 3).

Podemos verificar que o âmbito de aplicação desta directiva é bastante amplo, sendo mesmo apontado que apesar de estar prevista uma isenção parcial para gestores de fundos com activos inferiores a 100 milhões de euros ou 500 milhões de euros desde que não exista recurso a *leverage*, nem direito a resgate durante os 5 anos seguintes ao investimento inicial (artigo 3.º), esta isenção terá pouca relevância prática, dado os

⁸² Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM, também conhecida como UCITS)

⁸³ Corresponde a uma figura jurídica de direito anglo-saxónico que consiste em traços gerais na existência de um património detido por uma entidade (*trustee*), a pedido de um constituinte e administrado e gerido em benefício em um terceiro (beneficiário), vd. BRYAN A. GARNER, *Black's Law Dictionary*, Thomson West, p. 1546

limiares serem demasiado baixos, considerado o mercado⁸⁴. Importa ainda referir que existe uma possibilidade de *opt-in* relativamente aos fundos sujeitos ao regime de isenção (artigo 3.º, n.º 4)⁸⁵.

Assim, esta directiva aplicar-se-á aos gestores de fundos tais como *Hedge Funds*, fundos de *Private Equity*, fundos de investimento imobiliário, fundos de capital de risco, entre “muitos” outros⁸⁶.

6.2 Autorização

A AIFMD impõe a obrigação de registo e autorização, obrigando os gestores de FIAs a efectuar um registo junto das entidades competentes nacionais (artigo 6.º).

Este pedido de autorização deverá ser acompanhado por um conjunto de informação sobre a gestão do fundo e sobre os fundos que venham a ser geridos (artigo 7.º), sendo de destacar a exigência de informação quanto às estratégias de investimento dos fundos de investimento (artigo 7.º, n.º 3, a)).

A autorização apenas pode ser concedida pelo regulador⁸⁷ caso sejam preenchidos um conjunto de condições tais como:

- As autoridades competentes considerarem que o GFIA é capaz de cumprir as condições estabelecidas na directiva (artigo 8.º, n.º 1, a));
- O GFIA dispuser de capital inicial e fundos próprios suficientes, nos termos da directiva (artigo 8.º, n.º 1, b) e artigo 9.º);
- A direcção efectiva do GFIA for assegurada por pessoas com boa reputação e experiência suficiente, considerados os fundos geridos e as estratégias a adoptar (artigo 8.º, n.º 1, c));
- Os accionistas ou membros do GFIA com participações qualificadas forem idóneos, tendo em conta a necessidades de assegurar uma gestão sã e prudente (artigo 8.º, n.º 1, d));

⁸⁴ Este limite que aparentemente visa limitar a regulação aos veículos que sejam passíveis de gerar risco sistémico em função da dimensão dos activos sob gestão, parece falhar os seus objectivos tendo em conta a fixação do limiar, neste sentido vd. FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (3), pag. 399. que refere que a directiva falha redondamente, caso o objectivo seja apenas regular fundos geradores de risco sistémico, uma vez que os limiares são demasiado baixos. Contudo, considera também que esta situação poderá ser corrigida posteriormente através do quadro regulatório sucessivo.

⁸⁵ Previsivelmente esta opção será utilizada por fundos que queiram beneficiar do regime de passaporte prevista na directiva.

⁸⁶ A utilização desta expressão resulta da amplitude da definição, sendo um importante foco de incerteza jurídica nesta directiva esta amplitude excessiva do seu âmbito de aplicação, passível de gerar incerteza jurídica quanto à aplicação da directiva a determinados fundos, que possam estar na fronteira da definição.

⁸⁷ Estão previstos um conjunto de situações onde os reguladores de outros Estados-Membros devem ser consultados antes da concessão de uma autorização (artigo 8.º, n.º 2)

- A Administração central e sede estatutária do GFIA estarem situados no mesmo Estado-Membro (artigo 8.º, n.º 1,e)).

A autorização concedida neste termos é válida em todos os estados membros da UE, constituindo o que é vulgarmente designado como passaporte comunitário⁸⁸.

6.3 Alavancagem (*Leverage*);

Com o objectivo de tentar limitar o risco sistémica da actuação dos FIAs a directiva AIFM impõem aos gestores de FIAs a fixação para cada fundo sob a sua gestão um limite quanto ao nível de alavancagem⁸⁹ (artigo 15.º, n.º 4)⁹⁰, ficando reservado à Comissão o poder de fixar através de actos delegados medidas destinadas a especificar os métodos de alavancagem e principalmente o modo de cálculo do alavancagem (artigo 4.º, n.º 3).

Importa ainda referir que a directiva impõem um conjunto de deveres de informação aos investidores relativamente às posições alavancadas, designadamente alterações ao nível máximo de alavancagem e o valor total de alavancagem (artigo 23.º, n.º 5), assim como a dever de informar os reguladores, como maior detalhe, quanto estes mesmos aspectos (artigo 24.º, n.º 4).

6.4 Aquisição de participações em empresas

Um dos pontos de maior inovação por parte desta directiva consiste no conjunto de regras que impõem aos fundos que adquiram participações em empresas, emitentes ou não cotadas. O conjunto de obrigações (secção 2 do capítulo IV) previstas inclui obrigações de comunicação (*disclosure*) bem como obrigações de conduta, tais como obrigações de comunicação ao regulador nacional da percentagem de votos detidos em empresas não cotadas e limitações quanto à disposição dos activos das sociedades controladas (*asset stripping*).

Este conjunto de obrigações irá por um lado alterar a forma de funcionamento dos fundos devido à obrigação de divulgações passíveis de impedir determinadas estratégias de investimento assentes no sigilo das posições e, por outro lado, irá

⁸⁸ Para maior desenvolvimento quanto ao passaporte comunitário FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (3), pag 405 – 408

⁸⁹ Alavancagem é definida pela directiva como: “qualquer método pelo qual um GFIA aumenta a sua posição em risco de um FIA que gere, seja através da contracção de empréstimos em numerário ou em valores mobiliários, seja através do recurso ao efeito de alavanca de posições sobre derivados, seja por qualquer outro meio” (artigo 4.º, n.º 1, v))

⁹⁰ Na versão inicialmente proposta pela Comissão, estaria reservado a esta o poder de fixar globalmente um limite quanto aos níveis de alavancagem permitidos. Esta solução, fortemente criticada, acabou, de forma louvável, por não ser implementada uma vez que era expectável que o impacto da desalavancagem no mercado apresentasse um risco sistémico superior ao risco da manutenção de posições alavancadas. Por outro lado, não deixava de ser criticável uma medida que implicaria um limite de alavancagem independente da natureza do fundo e da natureza dos activos detidos/ estratégia de investimento. Vd. FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (3), pag. 402.

aumentar os custos das operações de fusões e aquisições por parte dos FIAs⁹¹. A directiva prevê que os Estados-Membros possam adoptar legislação mais restritiva face às obrigações previstas na directiva (artigo 26.º, n.º 7).

As regras previstas aplicam-se exclusivamente a empresas com sede na União Europeia e estão previstas regras diferentes relativamente a participações em empresas não cotadas e emitentes (artigo 26.º, n.º 4)⁹².

Quanto ao âmbito de aplicação das obrigações relativas a GFIAAs que gerem FIAs que adquiram uma posição de controlo em empresas não cotadas⁹³ e emitentes⁹⁴, estas incidem sobre:

- GFIAAs que gerem um ou mais FIAs que individualmente ou em conjunto, com base num acordo com o objectivo de adquirir a posição de controlo, adquiram um posição de controlo numa empresa não cotada⁹⁵ (artigo 26.º, n.º 1, a));
- GFIAAs que colaboram com um ou mais GFIAAs com base num acordo por força do qual os FIAs geridos em conjunto por esses GFIAAs adquiram um posição de controlo numa empresa não cotada (artigo 26.º, n.º 1, b));
- Parcialmente, quanto a GFIAAs que gerem FIAs que adquirem uma participação de controlo sobre emitentes (artigo 26.º, n.º 4).

Exceptuam-se do âmbito de aplicação destas disposições a aquisição de participações em :

- Pequenas e médias empresas⁹⁶ (artigo 26.º, n.º 2, a));

⁹¹ As obrigações de notificação e comunicação implicam sempre custos, sejam estes internos, com o tempo despendido a reunir a informação necessária e a preparar as comunicações, sejam externos, pelo aconselhamento e apoio jurídico necessário.

⁹² Note-se que a Directiva impõem, no seu considerando 55, a obrigação, não vinculativa, à Comissão de examinar a necessidade e as possibilidades de alterar os requisitos de informação e divulgação aplicáveis em caso de aquisição de controlo de empresas não cotadas e emitentes, admitindo uma regulação independente do tipo de investidor.

⁹³ A Directiva define com empresa não cotada: “*uma empresa com sede social na União e cujas acções não sejam admitidas à negociação num Mercado regulamentado, na acepção do ponto 14 do n.º 1 do artigo 4.º da directiva 2004/39/CE*” (artigo 4.º, n.º 1, a-C)).

⁹⁴ A Directiva define como emitente: “*um emitente na acepção da alínea d) do n.º 1 do artigo 2.º da Directiva 2004/109/CE, que tenha sede social na União e cujas acções sejam admitidas à negociação num Mercado regulamentado na acepção do ponto 14 do n.º 1 do artigo 4.º da directiva 2004/39/CE*” (artigo 4.º, n.º 1, s)).

⁹⁵ Para efeito de aplicação obrigações relativas a GFIAAs que gerem FIAs que adquiram uma posição de controlo em empresas não cotadas (Secção 2 do Capítulo IV da AIFMD), entende-se por posição de controlo em empresas não cotadas o equivalente a mais de 50% dos direitos de voto da empresa, devendo para o cálculo desta percentagem ser considerados para além dos votos directamente detidos pelo FIA também os votos detidos por qualquer empresa controlada pelo FIA e por qualquer pessoa singular ou colectiva agindo no seu próprio nome, mas por conta do FIA ou de qualquer empresa controlada pelo FIA. A percentagem de votos deve ser calculada com base na totalidade de acções às quais estejam associados direitos de voto, mesmo que o respectivo direito esteja suspenso, tal como no caso da detenção pela empresa de acções próprias (artigo 26.º, n.º 5). Quanto ao conceito de controlo relativo a empresas emitentes, aplica-se o limiar da OPA obrigatória relevante, nos termos previstos na Directiva 2004/25/CE, no caso português o primeiro limiar de OPA obrigatória corresponde a 1/3 dos direitos de voto (artigo 187.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários), enquanto, por exemplo, no Reino Unido corresponderá a 30% dos direitos de voto (regra 9 do *Takeover Code*, que implementa a directiva comunitária no Reino Unido)

⁹⁶ O conceito de pequena e média empresa é definido no n.º 1 do artigo 2.º do anexo à Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de Maio de 2003, correspondendo a empresas que empreguem menos de 250 trabalhadores na UE e que tenham uma facturação anual inferior a 50 milhões de euros e/ou activos inferior a 43 milhões de euros.

- Entidades com fins específicos que tenha por objectivo comprar, deter ou administrar bens imobiliários (artigo 26.º, n.º 2, b)).

Quanto à obrigação de comunicação dos direitos de votos detidos em empresas não cotadas, os GFIA devem notificar, no prazo de 10 dias úteis a contar do facto que deu lugar à obrigação de notificar, o regulador do Estado-Membro de origem da proporção de direitos de votos detida pelos FIAs sempre que tal proporção atinja, exceda ou desça dos limiares de 10%, 20%, 30%, 50% e 75% (artigo 27.º, n.º 1)⁹⁷.

No caso de aquisição de controlo, as obrigações de divulgação são diferentes consoante a empresa alvo seja uma empresa não cotada ou um emitente.

6.5 Dever de notificação

No caso de aquisição de uma posição de controlo sobre uma empresa não cotada o GFIA que gere o FIA deve notificar, no prazo máximo de 10 dias úteis a contar do dia em que o FIA adquira a posição de controlo (artigo 27.º, n.º 5):

- A empresa não cotada; (artigo 27.º, n.º 2, a))
- Os accionistas cuja identidade e endereços estejam à disponibilidade do GFIA, possam ser disponibilizados pela empresa não cotada ou possam ser obtidos através de registo ao qual o GFIA tenha acesso (artigo 27.º, n.º 2, b));
- As entidades competentes do Estado-Membro de origem do GFIA (artigo 27.º, n.º 2, c)).

A notificação deve incluir informação relativa:

- à situação resultante em termos de direitos de votos (artigo 27.º, n.º 3, a));
- Condições em que foi adquirida a posição de controlo, incluindo informação sobre a identidade dos diferentes accionistas envolvidos, entidades habilitadas a exercer os direitos de voto, e eventualmente, quanto à cadeia de empresas através da qual são detidos os votos (artigo 27.º, n.º 3, b));
- Data em que o controlo foi adquirido (artigo 27.º, n.º 3, c)).

⁹⁷ Esta obrigação é também aplicável a GFIA que gerem FIAs que adquirem uma participação sem controlo numa empresa não cotada (artigo 26.º, n.º 3)

Adicionalmente, o GFIA deve solicitar ao conselho de administração que a empresa transmita aos representantes dos trabalhadores ou transmitir directamente a estes, a informação prestada pelo GFIA (artigo 27.º, n.º 4).

6.6 Dever de informação

No caso de aquisição de controlo numa empresa não cotada ou uma empresa emitente, o GFIA deve disponibilizar informação relativa:

- à identidade do GFIA que, individualmente ou por força de um acordo com outro GFIA, gere o FIA que adquiriu a posição de controlo (artigo 28.º, n.º 2, a));
- a política destinada a prevenir e gerir conflitos de interesse entre o GFIA, o FIA e a empresa (artigo 28.º, n.º 2, b));
- à política de comunicação externa e interna relativa à empresa, em especial no que diz respeito aos trabalhadores (artigo 28.º, n.º 2, c)).

Esta informação deverá ser prestada:

- à empresa não cotada (artigo 28.º, n.º 1, a));
- aos accionistas cuja identidade e endereços estejam à disponibilidade do GFIA, possam ser disponibilizados pelo empresa não cotada ou possam ser obtidos através de registo ao qual o GFIA tenha acesso (artigo 28.º, n.º 1, b));
- às entidades competentes do Estado-Membro de origem do GFIA (artigo 28.º, n.º 1, c));
- deve, também, ser solicitado ao conselho de administração da empresa que comunique esta informação aos representantes dos trabalhadores (artigo 28.º, n.º 3).

Adicionalmente, no caso de aquisição de uma posição de controlo sobre uma empresa não cotada, o FIA, ou o GFIA em sua representação, deve prestar informação, à empresa não cotada e aos seus accionistas, quanto às suas intenções relativamente à actividade futura da empresa adquirida não cotada, incluindo qualquer alteração significativa nas condições de trabalho (artigo 28.º, n.º 4).

Finalmente, ainda no caso de aquisição de uma posição de controlo numa empresa não cotada, os FIAs devem comunicar às autoridades competentes dos Estados-Membros e aos investidores do FIA a origem do financiamento da aquisição (artigo 28.º, n.º 5).

A directiva inclui ainda um conjunto de obrigações de divulgação no relatório anual da empresa não cotada que seja controlada por um FIA (artigo 29.º).

Verificamos que as soluções adoptadas pela directiva impõem aos gestores de fundos custos significativos e obrigações que podem tornar demasiado lentas operações de aquisição. Estes factores parecem desproporcionados quando comparados com as obrigações impostas a outros investidores. Em conclusão, parece-nos que as soluções previstas podem ditar o fim de algumas estratégias de activismo, ou limitar de forma significativa as mesmas.

6.7 Desmembramento de Activos (*Asset stripping*)

A directiva impõem um conjunto de obrigações de conduta, relacionadas com a apropriação de activos, a GFIA que controlem um FIA que adquira uma posição de controlo numa empresa não cotada ou emitente. Este conjunto de regras visa proteger as empresas adquiridas, bem como os seus demais accionistas, de comportamentos oportunistas de curto prazo.

Verificamos que houve uma preocupação em impedir que um GFIA possa, após adquirir uma empresa, extrair desta capitais que a impeçam de prosseguir a sua actividade económica.

Importa ter presente, que nem sempre os interesses de curto prazo são negativos para as empresas adquiridas e os restantes accionistas, podendo nalguns casos corresponder a interesses legítimos de reestruturação de um negócio recém adquirido ou a interesses legítimos de remuneração dos investidores. Por outro lado, estas obrigações aos aplicarem-se apenas a GFIA, colocam estes agentes em desvantagem comparativa com outros investidores que não estejam sujeitos a este regime⁹⁸.

Substantivamente, a directiva exige que caso um FIA adquira, individualmente ou em conjunto, uma posição de controlo numa empresa não cotada ou emissora, ficará

⁹⁸ Veja-se, por exemplo, o caso de um particular que adquira uma posição equivalente.

durante um período de 24 meses⁹⁹, obrigado a envidar esforços para evitar qualquer distribuição, redução de capital, resgate de acções ou aquisição de acções próprias pela empresa, estando inclusivamente impedida de votar favoravelmente em determinados caso que tenham como resultado a retirada de activos do balanço da empresa.

Verificamos que esta medida, ao limitar não só a actuação do fundo, mas também impondo-lhe obrigações positivas de conduta, parece contrária a um princípio de liberdade de actuação característico do meio económico. Verificamos, também, a desproporcionalidade das obrigações impostas a FIAs quando comparadas com outro tipo de agente económico.

6.8 Divulgação

A directiva inclui um conjunto de obrigações, quer face aos investidores, quer ao reguladores. Estas obrigações impõem ao GFIA o dever de divulgar informação quanto às estratégias a seguir e activos que pretende deter, criando transparência relativamente ao fundo, mas ao mesmo tempo parecendo eliminar ou limitar profundamente a utilização de estratégias que necessitem de uma actuação sigilosa. Parece-nos que, por outro lado, esta medida poderá levar a um aumento do risco sistémico ao permitir, ou pelo menos facilitar, que fundos reproduzam as estratégias de investimento de outros fundos, aumentando a concentração de risco face um evento particular.

Parece-nos que, se por um lado a obrigação de divulgação das estratégias aos reguladores pede fazer algum sentido, na medida em que contribuirá para que estes tenham uma visão mais completa do mercado e consigam antecipar cenários futuros, já temos mais dúvidas quanto à obrigação de divulgação face aos investidores, principalmente assumindo que haverá divulgação aos reguladores e também a obrigação de utilização de depositários. Medidas estas, que mediatamente, limitam a possibilidade de existência fundos sem activos subjacentes ou que utilizem estratégias fraudulentas. Parece-nos que parte das características de um *Hedge Fund* será a sua relativa opacidade, factor este assumido e reconhecido pelos investidores no momento de tomar as suas decisões de investimento.

Finalmente, tendo em conta que a divulgação por parte dos GFIAs poderá ser de tal forma genérica ou abrangente que não revele, na prática, qualquer detalhe sobre as

⁹⁹ A directiva não prevê qual o regime para o caso de uma redução de posição, restando a dúvida quanto a se a proibição se manterá durante os 24 meses mesmo que a posição seja reduzida para um limiar inferior que não confira controlo.

operações efectivas do FIA. Importa esperar pela densificação e aplicação prática destas disposições para poder tirar conclusões definitivas quanto às consequências da divulgação.

6.9 Impacto no activismo

Numa primeira análise da directiva, verificamos que as disposições mais relevantes quanto à prática de estratégias de activismo societário por *Hedge Funds* são as obrigações de prestação de informação e as limitações de desmembramento de activos, por outro lado, as limitações quanto à alavancagem podem, também, representar um factor de preocupação para os gestores de fundos, muito embora, considerando a dificuldade de obtenção de crédito no mercado, num cenário pós-crise de 2007, este factor possa já ter perdido alguma da sua relevância, não se podendo, contudo, excluir a possibilidade de voltar a ser relevante no futuro¹⁰⁰.

Finalmente, e parece ser este um dos principais impactos que a directiva terá na actuação dos fundos, prende-se com os custos de *compliance* que irá implicar¹⁰¹. As diversas obrigações de informação, avaliação e utilização de depositários, vão implicar necessariamente um custo adicional na actuação dos FIAs levando a que este custo seja por um lado transferido para os investidores, reduzindo as taxas de retorno e, por outro lado, poderá implicar a necessidade de adopção de estratégias com maior risco para conseguir manter as mesmas taxas de retorno que eram asseguradas pelos FIAs.

As obrigações previstas na Directiva vão levar, sem dúvida, a um desequilíbrio entre a actuação de fundos sujeitos à AIFMD e outros agentes que consigam manter-se à margem da regulação, nomeadamente fundos extra-UE que não sejam comercializados a investidores na UE¹⁰².

¹⁰⁰ Vd. PAYNE, JENNIFER, *Private equity and its regulation in Europe*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (4). Este autor não só refere esta problemática como alerta para o facto de a directiva se limitar a regular o risco de alavancagem, omitindo uma regulação quanto a formas de financiamento alternativas que podem apresentar igual ou acrescido risco sistémico. Importa ainda ter presente que devido à crescente dificuldade e custos de obtenção de crédito, os *Hedge Funds* têm vindo a ajustar a sua actuação a níveis de alavancagem mais baixos e procurado formas alternativas de financiamento.

¹⁰¹ De acordo com um estudo da FSA, disponível em www.fsa.co.uk, a versão original da directiva teria implicado um custo de adaptação de 3,2 Biliões de euros e custos de *compliance* de 311 milhões de euros, vd. FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em *European Business Organization Law Review*, 2011, 12 (3), pag. 411.

¹⁰² Vd. FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and private equity in the EU*, em *European Business Organization Law Review*, 2011, 12 (3), pag. 411.

Esta situação do ponto de vista de prevenção de risco sistémico poderá ter um efeito contrário ao desejado, levando a que a gestão dos fundos seja deslocalizada para estados com menores obrigações regulatórias, deixando os reguladores europeus sem qualquer possibilidade de aferir ou afectar o comportamento dos fundos¹⁰³.

7 Conclusões

Como conclusão, podemos considerar, tendo em conta as conclusões apresentadas pelo estudo referido no ponto 4.2 que a presença de *Hedge Funds* na estrutura accionista de uma empresa, enquanto elementos activistas, poderá ser considerada como um elemento benéfico para a criação de valor na empresa e os interesses dos accionistas. Representando estas entidades, particularmente dotados tecnicamente e com a motivação adequada para actuar enquanto accionistas de uma forma informada, fiscalizadora e capaz de apresentar soluções e influenciar a sua implementação, levando tendencialmente à criação de valor. Esta actuação tenderá a beneficiar os demais accionistas, revelando-se uma externalidade positiva.

Contudo, a leitura não pode ser inocente, nem apressada, conhecidos os riscos de actuação perversa por parte deste investidores, motivadas particularmente pela necessidade de manter os níveis de retorno absoluto nos níveis que permitam a um investidor assumir o risco inerente a um destes fundos.

Na actuação dos *Hedge Funds*, verificamos que existirá, geralmente, uma confluência de interesses contrários, uma vez que se por um lado os accionistas tradicionais assumem posições longas e passivas, os *Hedge Funds* procuram manter posições activas e muitas vezes com um horizonte temporal muito concreto e relativamente curto face a estes. Importa por isso notar, que o interesse numa rentabilidade de curto prazo, poderá implicar uma valorização da empresa, principalmente quando a estratégia de valorização passa pela realização de reformas estruturais, que melhorem o desempenho financeiro da empresa no longo prazo, beneficiando também os demais accionistas.

Assim, o ganho que um fundo obterá quando aliena a sua participação após uma estratégia de reestruturação bem sucedida, corresponderá ao valor presente dos ganhos

¹⁰³ Desenvolvendo o tema da arbitragem regulatória relativamente a *Hedge Funds*, vd. Vd. ANDREAS ENGERT, *Transnational Hedge Funds Regulation*, em “European Business Organization Law Review”, vol. 11, 2010 pp. 330-379.

futuros permitidos pelas inovações introduzidas ou motivadas pelo fundo. Pelo que, apesar do fundo poder obter a sua remuneração com a alienação da participação, os fluxos de caixa futuros a partir dos quais resulta a valorização da participação, serão ganhos da sociedade, logo, mediatemente também de todos os accionistas futuros.

Por outro lado, não podemos esquecer que a actuação de um *Hedge Fund* pode não ter como fim a valorização da empresa em causa, podendo apenas procurar beneficiar de ganhos especulativos. Tais como os casos em que um fundo actue activamente, mas esteja protegido do risco da actuação ou tenha eventualmente um interesse negativo no desempenho da sociedade pela detenção de uma posição curta. Por outro lado, a necessidade de obtenção de retornos absolutos poderá criar um incentivo à adopção de estratégias cada vez mais arriscadas ou mesmo de condutas tendencialmente ilícitas ou que se encontrem em “áreas cinzentas” da ética de investimento.

Verificamos ainda, que de uma forma generalizada, a entrada ou o mero risco de entrada de *Hedge Funds* nas estruturas accionistas, tem estado a ter o impacto que a ameaça de OPAs obteve no passado¹⁰⁴, sendo contudo apontado por diversos autores que o impacto moralizador por parte dos *Hedge Funds* será mais profundo, dada a sua especialização e concentração na actividade das empresas onde investem, ao invés dos investidores institucionais detentores de portfólios diversificadas, cujo benefício, interesse ou possibilidade em monitorizar as empresas nas quais detém participações é geralmente diminuto.

Quanto ao impacto da Directiva, não temos dúvidas que esta irá introduzir importantes alterações na actuação dos FIAs, sendo de destacar a novidade na introdução de limitações à alavancagem, alienação de activos, necessidade de autorização e diversos deveres de transparência e conduta, que obrigarão certamente os GFIA a um importante esforço de adaptação ou, por outro lado, a uma redefinição da sua estratégia, podendo mesmo, como aliás é regularmente noticiado na imprensa especializada, à deslocalização dos GFIA para fora do espaço europeu.

¹⁰⁴ As OPAs tendem a perder o seu efeito moralizador tal é o nível e a permissividade regulatória na utilização da estratégias anti-OPA que muitas vezes são permitidas condutas que permitem a destruição de valor com o objetivo único de manutenção do *status quo*. Vd. JOHNATHAN R. MACEY, *Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2011, p. 272-273.

Em conclusão, estas medidas vão certamente implicar uma alteração do comportamento dos *Hedge Funds*, não podendo ser esquecido que estes fundos são caracterizados por uma grande capacidade de adaptação.

Importa ter presente, como já referimos atrás, que se tem assistido a uma fuga dos centros de gestão de fundos para destinos menos regulados e vemos também a tendência de alguns fundos alterarem a sua estrutura para evitar a incidência das regras regulatórias. Veja-se o caso nos Estados Unidos da América, onde George Soros publicamente admitiu a vontade de fechar o seu veículo de investimento a investidores externos à sua família, tornando o fundo privado, como forma de evitar a aplicação de determinadas imposições regulatórias.

Por estes motivos, uma análise mais detalhada dos efeitos apenas poderá ser realizada após a aplicação efectiva da directiva e da implementação da regulamentação secundária no futuro próximo. De todo o modo, antecipamos que a implementação da Directiva se deprende com dois principais obstáculos, sendo o primeiro o esvaziamento da área de actuação dos *Hedge Funds*, uma vez que caracterizados e operando tradicionalmente numa base de não sujeição a regulação, a sujeição poderá determinar a inaplicabilidade de algumas estratégias de investimento, levando os GFIs a deslocalizar a sua actuação para fora do espaço de regulação da Directiva. Em segundo lugar, e tendo em conta os elevados custos de *compliance*, parece-nos que a aplicação da Directiva poderá ter o efeito perverso de levar a um aumento do risco assumido pelos fundos, procurando manter os mesmos níveis de retorno. Em suma, poderemos vir a assistir a uma actuação fora da área de regulação europeia, tendencialmente mais opaca, mantendo ou aumentando, o possível risco sistémico global.

Bibliografia

- ALON BRAV, WEI JIANG, FRANK PARTNOY, AND RANDALL THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, EGCI -Finance Working Paper No. 139/2006 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948907)
- ANDREAS ENGERT, *Transnational Hedge Funds Regulation*, em “European Business Organization Law Review”, vol. 11, 2010
- ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *O Governo dos Fundos de Investimento*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, 2007
- ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *O Governo dos Fundos de Investimento*, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VIII, Coimbra,
- BREALEY, MYERS E MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Press, 2009
- BRYAN A. GARNER, *Black’s Law Dictionary*, Thomson West, 2004
- CARLOS F. ALVES, *Um Breve Contributo para eliminação de alguns equívocos sobre short selling*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 37, Dezembro de 2010
- CRISTINA SOFIA DIAS, *Notas breves a propósito do regulamento sobre short selling e credit default swaps*, em “Caderno do Mercado de Valores Mobiliários”, N.º 39, Agosto de 2011
- DONALD NORDBERG, *Corporate Governance, Principles and Issues*, Sage Publications, 2011
- ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009
- ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, Coimbra, 2010
- FERRAN, EILIS, *After the crisis: the regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (3)
- GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidades e Tendências*, em “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. VIII, Coimbra, 2007
- JOHNATHAN R. MACEY, *Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2011

- JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *Da Tomada do Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra, 2011
- JOSEPH A. MCMCCAHEREY e ERIK P.M. VERMEULEN, *Private equity and hedge fund activism: explaining the differences in regulatory responses*, em “European Business Organization Law Review”, 2008
- JULIAN HOLLER, *Hedge Funds And Financial Markets, An Asset Management and Corporate Governance Perspective*, Gabler Verlag, 2012
- JUSTIN FOX E JAY W. LOSRCH, *What Good are Shareholders*, em “Harvard Business Review”, Jul-Aug 2012
- MARCEL KAHAN, EDWARD ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in “University of Pennsylvania Law Review”, Vol, 155, p.1021, 2007 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=919881)
- MICHAEL C. JENSEN, *Agency Costs of Overvalued Equity*, ECGSI, (<http://ssrn.com/abstract=480421>)
- MOLONEY, NIAMH, *Reform or Revolution? The financial crisis, EU financial markets law, and the European securities and Markets Authority*, em “International & Comparative Law Quarterly”, 2011
- PARTNOY, FRANK AND RANDALL THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Working Paper, Brookings Institution Press, 2006. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931254)
- PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009
- PAYNE, JENNIFER, *Private equity and its regulation in Europe*, em “European Business Organization Law Review”, 2011, 12 (4)
- ROBERT G. ECCLES, KERSTEN L. LANES, E THOMAS C. WILSON, *Are You paying to much for that aquisition?*, “Harvard Business Review”, Julho-Agosto 2009
- TIAGO BESSA, *Crise, Regulação e supervisão de Hedge Funds*, em “Revista de Direito das Sociedades”, vol. 3/4, Almedina, 2010