

21.01.13

As acções de empresas que têm um peso maior dos “hedge funds” na sua estrutura accionista registam volumes e variações anormais no preço no final do trimestre. O objectivo desta manipulação é melhorar o retorno comunicado aos clientes. O efeito nas acções pode afectar até o bónus que é pago aos gestores dos fundos e aos executivos das empresas.

3,5%

Retorno médio dos “hedge funds” em 2012.

ESTUDO

“Hedge funds” manipulam preço das acções

Estudo demonstra que os fundos de gestão alternativa compram acções no final dos trimestres para impulsionar o retorno anunciado aos investidores

ANDRÉ VERÍSSIMO
averissimo@negocios.pt

Qualquer empresa gosta de ter clientes satisfeitos. Os “hedge funds”, fundos que seguem estratégias alternativas de investimento, estarão a ir longe demais na satisfação desse objectivo. Um estudo académico conclui que há fundos que manipulam os preços das acções, para aparecerem na fotografia tão bem ou melhor do que a concorrência.

O estudo demonstra que os “hedge funds” compram no mercado acções das empresas que já têm em carteira, no último dia do mês, de forma a puxarem pela cotação e apresentarem uma rentabilidade mais atractiva no final do período de reporte da informação. Voltam depois a vender os títulos no primeiro dia do mês seguinte.

A existência de manipulação é comprovada pelos autores do estudo pela existência de variações anómalas na cotação das acções detidas pelos “hedge funds”. “As empresas cotadas nos EUA em que os ‘hedge funds’ têm mais peso na estrutura accionista apresentam um retorno anormal de 0,3% no último dia do trimestre e uma perda

também anormal de 0,25% no dia seguinte”, conclui o trabalho “Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?”, da autoria de Itzhak Ben-David, do Fisher College of Business da Universidade Estadual do Ohio, Francesco Franzoni, professor do Swiss Finance Institute, Augustin Landier da Toulouse School of Economics e Rabih Moussawi da americana Wharton School.

Recorrendo a instrumentos financeiros normalmente vedados aos fundos tradicionais – como as opções, futuros e outros derivados – os “hedge funds” procuram obter retornos positivos mesmo quando os mercados estão com sentido negativo. Destinados sobretudo a investidores institucionais e grandes fortunas, estes fundos gozam de uma regulação menos exigente. Os investidores particulares podem aceder a estes produtos, através de fundos que investem em “hedge funds”. Segundo a consultora Hedge Fund Research, estes fundos geriam 2,2 biliões de dólares em meados de 2012. O Citigroup publicou em Junho um estudo que previa que os activos sob gestão chegassem aos cinco biliões nos próximos cinco anos.

A conclusão de que existe ma-

nipulação parte não só do comportamento dos preços, mas também da análise das ordens e dos volumes de negociação, que disparam no último dia do trimestre. Ela é também mais evidente nas acções com menos liquidez, onde é possível conseguir um efeito mais forte.

Estudos anteriores já haviam demonstrado esta prática noutros produtos e estratégias. Um trabalho académico publicado em 2002 concluiu que os fundos de investimento impulsionavam os preços no final dos períodos de reporte da rentabilidade. Um outro, divulgado em 2010, demonstrou que os “short-sellers”, investidores que procuram ganhar com a queda dos títulos, exerciam pressão vendedora nos últimos minutos do ano.

Itzhak Ben-David considera que a manipulação dos preços pelos “hedge funds” é uma prática difícil de regular. Assumindo que não existe um falseamento dos dados reportados, “é improvável que seja detectada pelo supervisor ou um auditor, a menos que seja pesquisada de forma sistemática usando a metodologia estatística apropriada”. Os autores consideram que o método de análise usado no estudo pode ser usado pelos reguladores.

O maior “hedge fund” | A Bridgewater Associates, presidida por Ray Dalio, tinha 77 mil

Estudos anteriores demonstraram a existência de manipulação por fundos de investimento e investidores que apostam na queda das cotações.

Scott Eells/Bloomberg



milhões de dólares sob gestão no final de 2011. Que se saiba, não recorre à manipulação de preços.

Mulheres batem homens na gestão de “hedge funds”

Ter uma mulher à frente da gestão de um “hedge fund” parece ser a receita ideal para bater a concorrência. Um estudo divulgado recentemente pela consultora de recursos humanos Rothstein Kass conclui que os fundos geridos por mulheres conseguiram valorizar as carteiras em 9% entre Janeiro e Setembro de 2012, muito acima da média de 2,7% do mercado, calculada a partir do índice global da Hedge Fund Research.

Na tentativa de explicar esta diferença, o trabalho refere que vários estudos têm concluído que as mulheres têm um perfil de gestão do investimento diferente dos homens, mais avesso ao risco. O que significa que, pelo menos em teoria, conseguem melhores rendibilidades em momentos adversos do mercado. Esta pode ser uma razão estratégica para seleccionar fundos geridos por mulheres, sugere o estudo “Women in Alternative Investments: Build-

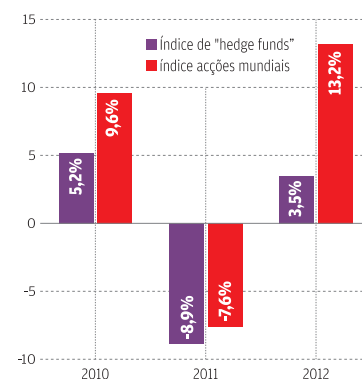
ing Momentum in 2013 and Beyond”.

Outra explicação possível para o retorno mais elevado poderá ser o facto de, numa indústria dominada pelo sexo masculino, só mesmo as mulheres com um desempenho acima da média conseguirem chegar a posições de responsabilidade.

Alguns dos maiores fundos de pensões americanos já estão a atribuir a gestão de parte do património a “hedge funds” liderados por mulheres ou minorias. Mas são ainda muito poucos.

O trabalho tenta também perceber porque não há mais mulheres a gerir fundos. De acordo com o inquérito a 366 gestoras, realizado entre Setembro e Outubro de 2012, as principais razões são a falta de posições onde as mulheres possam criar uma reputação na gestão e a pouca motivação para as mulheres entrarem e permanecerem na actividade. **AV**

“HEDGE FUNDS” COM RETORNO INFERIOR ÀS ACÇÕES MUNDIAIS
COMPARAÇÃO DAS RENDIBILIDADES EM DÓLARES



Fonte: Bloomberg

Embora alguns “hedge funds” consigam retornos excepcionais, em média apresentam um desempenho inferior ao proporcionado pelas acções mundiais nos últimos três anos.



PERGUNTAS A

● **ITZHAK BEN-DAVID**
PROFESSOR DE FINANÇAS DA OHIO STATE UNIVERSITY E CO-AUTOR DO ESTUDO

Manipulação engorda prémios pagos aos gestores

O co-autor do estudo sobre manipulação das cotações afirma que a única maneira de travar esta prática seria obrigar os “hedge funds” a publicarem diariamente o valor da sua carteira de investimentos, como acontece nos fundos.

A manipulação dos preços das acções pelos “hedge funds” é uma prática que se estende a toda a indústria?

Provavelmente só um pequeno número de fundos tem esta prática. Os efeitos, no entanto, sentem-se em toda a indústria de “hedge funds”. Isto porque um grande número de fundos podem ter em carteira a acção que foi manipulada. É difícil determinar quantos fundos manipulam os preços das acções, porque eles não o fazem necessariamente de forma regular, mas quando isso serve os seus objectivos.

A manipulação acontece também noutros tipos de activos?

O nosso estudo mostra a existência deste comportamento nas acções. E as acções estão entre as classes de activos mais líquidas que existem. Logo, podemos assumir que se esta prática é comum em activos líquidos, é muito plausível que exista também em activos menos líquidos.

Há a possibilidade que outros investidores, tendo o conhecimento desta forma de actuar de alguns “hedge funds”, tentem tirar partido disso no mercado?

Para beneficiar regularmente desta prática, os investidores têm de prever que acções vão estar na carteira dos “hedge funds” e comprá-las no início do último dia do mês e vendê-las no fecho. O problema desta estratégia é que os “hedge funds” só divulgam a informação sobre as carteiras 45 dias depois do fim do trimestre.

Puxar pelos preços no final do mês permite apresentar desempenhos melhores aos investidores. Quem mais ganha com esta prática?

Este comportamento afecta o preço no final de cada mês. O que significa que todos os que têm de utilizar esse indicador são afectados. Podem ser outro tipo de gestores de activos, como fundos de investimentos, ou outras entidades que dependem das cotações. Por exemplo, se um gestor rece-

Esta prática afecta o preço no final de cada mês. O que significa que todos os que têm de utilizar esse indicador são afectados.

Se um gestor receber um prémio em função do desempenho das acções, sente indirectamente o impacto desta manipulação.

ber um prémio em função do desempenho das acções, sente indirectamente o impacto desta manipulação.

Além disso, esta prática introduz ruído nos preços das acções. Logo, os “traders” que baseiam as suas decisões de investimento nos sinais dados pelos preços dos activos, têm agora sinais mais ruidosos.

Este tipo de prática está a ser abordada pelos reguladores?

Que eu saiba, os reguladores não estão a tratar este assunto. Foram tomadas algumas medidas nos primeiros anos da década passada, depois de um estudo ter identificado que os fundos de investimento americanos também impunham os preços no final do mês.

Como é que a regulação pode travar esta prática dos “hedge funds”?

É uma prática difícil de regular. Uma possibilidade seria obrigar os “hedge funds” a publicarem o seu valor diariamente. Manipular os preços numa base diária é difícil de fazer. Além disso, a manipulação feita no dia anterior iria afectar negativamente os preços no dia seguinte.