

FUNDS PEOPLE

NÚMERO 51 JULHO E AGOSTO 2023 6€

ENTREVISTAS

ELIEZER BEN ZIMRA, CARMIGNAC
AMADEO ALENTORN, JUPITER AM

NEGÓCIO

OS FUNDOS INTERNACIONAIS QUE
INVESTEM EM PORTUGAL

LEGAL

FINALMENTE O MICA: O PASSO DA UE
PARA A REGULAÇÃO DE CRIPTOATIVOS

OUT OF OFFICE

LIBERTANDO O ESPÍRITO
LAOS: UM PARAÍSO INACREDITÁVEL

AS GESTORAS INTERNACIONAIS QUE MAIS REFORÇAM O ALICERCE DAS CARTEIRAS DE FUNDOS NACIONAIS

É MUITO VASTA A LISTA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIROS QUE TÊM LUGAR NAS CARTEIRAS DOS FUNDOS NACIONAIS. MAS ALGUMAS - POUCAS - GESTORAS AGREGAM UMA GRANDE FATIA DESTE MERCADO.





A
INFORMAÇÃO

ASSIMÉTRICA

NO CAPITAL DE RISCO

Quando a informação não se encontra disponível de forma equitativa para todos os intervenientes de uma operação, poderão existir ineficiências na realização de transações. No capital de risco essa ineficiência potencial é dupla. Contudo, as sociedades gestoras, de forma diligente e profissional, implementam soluções para a mitigar e eliminar.

A dinamização do mercado de capitais e a necessidade de acesso a fontes de financiamento alternativas por parte de algumas pequenas e médias empresas têm incentivado, nos últimos anos, o desenvolvimento do setor de capital de risco português, aumentando a sua relevância enquanto forma de investimento e financiamento na economia.

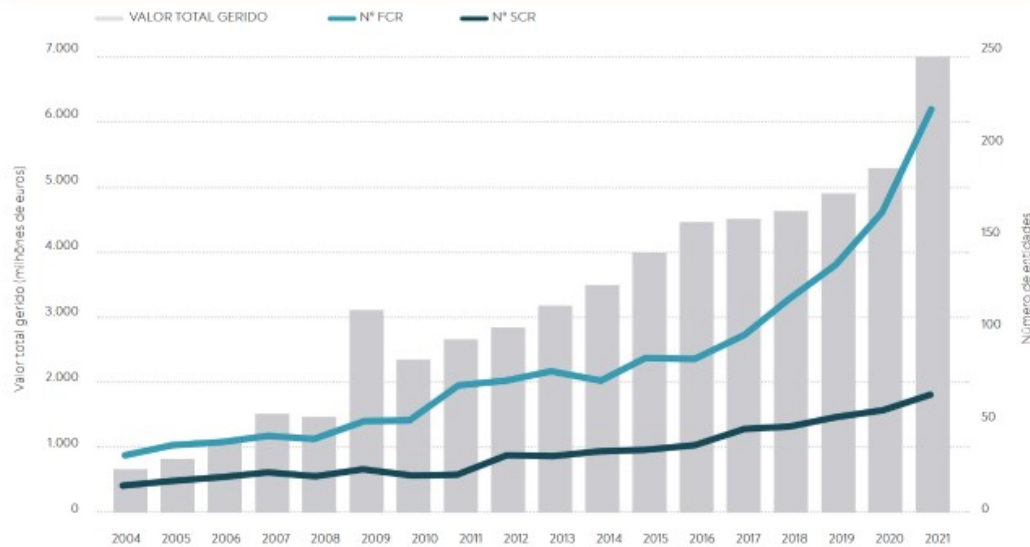
No entanto, o mercado de capitais tem dinâmicas específicas e apresenta particularidades que podem afastar as premissas económicas subjacentes às atividades económicas de maximização do lucro e minimização de custos. O mercado de capital de risco reúne algumas dessas características, como a existência de informação assimétrica,

fenómeno que poderá dar origem à ocorrência de falhas de mercado.

Os problemas de informação assimétrica surgem quando a informação não se encontra disponível de forma equitativa para todos os intervenientes, sendo apenas conhecida por uma das partes envolvidas na relação, levando a uma ineficiência na realização de transações.

No capital de risco a questão da informação assimétrica assume uma dupla vertente. Por um lado, na relação entre investidores e sociedade gestora, na medida em que esta atua como um agente no qual aqueles delegam o poder de decisão acerca da condução da atividade do fundo e dos investimentos a realizar, existindo inevitavelmente informação assimétrica, uma vez ▶

EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL



Fonte: CMVM.

NO CAPITAL DE RISCO, A INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA ASSUME UMA DUPLA VERTENTE: NA RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES E SOCIEDADE GESTORA, E ENTRE O FUNDO E A EMPRESA OBJETO DE INVESTIMENTO

que a sociedade gestora possui informação que não é conhecida pelos investidores. Por outro lado, na relação entre o fundo e a empresa objeto de investimento, uma vez que os órgãos de gestão ou acionistas destas empresas possuem naturalmente mais informação do que o financiador dos projectos (fundo).

Desta dualidade de relações surgem dois problemas decorrentes da existência de informação assimétrica: seleção adversa, que resulta na possibilidade de investimento, pelo fundo, em empresas menos lucrativas, originando, assim, o desvio de montantes que poderiam ser aplicados em projetos mais rentáveis para outros investimentos com retornos inferiores e, assim, uma indesejável alocação de recursos; risco moral, que resulta na possibilidade dos

AS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO TÊM DEMONSTRADO UMA ENORME CAPACIDADE NA ADOÇÃO DE SOLUÇÕES RELATIVAS AO CHAMADO DILEMA DO PRISIONEIRO

detentores do capital ou órgãos de gestão das empresas participadas, sobretudo quando existe perda de controlo associada ao investimento realizado, não se empenham o suficiente para o sucesso da operação, por via da assunção de maiores níveis de risco ou da aplicação de um menor esforço na condução da atividade; a questão do risco moral coloca-se igualmente na relação entre sociedade gestora e investidores, na medida em que esta poderá ter incentivos para não atuar da forma mais eficiente para os investidores.

DILEMA DO PRISIONEIRO

Por outro lado, num dado momento da relação entre investidor e sociedade gestora ou fundo e empresa participada, pode surgir um problema do dilema do prisioneiro, na medida em que cada uma das partes pode ter incentivos para agir egoisticamente no seu próprio interesse, apesar da atuação de forma cooperativa permitir alcançar um maior sucesso.

As sociedades de capital de risco (SCR) têm demonstrado uma enorme capacidade na adoção de soluções para gerir e mitigar estas questões por via do alinhamento de interesses das partes envolvidas, evidenciando um crescimento exponencial da sua atividade nos últimos anos, visível quer em ter-

mos do número de fundos de capital de risco (FCR) existentes, quer em termos dos valores sob gestão.

Por um lado, a implementação de processos de análise intensivos para seleção de oportunidades de investimento, a monitorização contínua dos investimentos realizados, o co-investimento com outros fundos de capital de risco, a disponibilização faseada do financiamento à medida que são alcançados milestones previamente definidos ou a definição de mecanismos de partilha das mais valias obtidas com os responsáveis pela gestão das empresas participadas (ratchet), permitem a gestão dos problemas de informação assimétrica entre fundo e empresa participada e a redução do risco envolvido nas operações. Por outro lado, a definição de mecanismos de alinhamento dos interesses dos intervenientes, como a participação da sociedade gestora ou dos seus key man nos fundos geridos (skin in the game), a introdução de comissões de desempenho ou carried interest aliada à rentabilidade dos fundos ou a introdução de cláusulas de substituição da sociedade gestora mediante a verificação de determinadas situações, permitem reduzir os problemas de risco moral existentes na relação entre a sociedade gestora e investidores. ■



TRANSVERSALIDADE

A análise prévia de estruturas de investimento e o apoio em processos de registo ou autorização, são algumas das atividades da Compass em regime de assessoria.



Marta Ferreira da Silva

SÓCIA, COMPASS

“A APREENSÃO E ADAPTAÇÃO ÀS NOVAS REGRAS DO REGIME DE GESTÃO DE ATIVOS EXIGE TEMPO”

Visando capitalizar no conhecimento e experiência sobre regulação, a Compass surge num ambiente de mercado com vários desafios a enfrentar pela área de investimento coletivo, em Portugal.

Em vigor há relativamente pouco tempo, o Regime de Gestão de Ativos é uma das mudanças regulatórias que mais impacto terá na estruturação e funcionamento do negócio da gestão de ativos em Portugal. Marta Ferreira da Silva, sócia da Compass, tem noção disso. Entre outros temas, esta entidade relativamente recente no mercado nacional trata precisamente de ajudar os agentes financeiros em assuntos como este. Mais especificamente, e como nos explica a responsável, a Compass é uma “sociedade de consultoria dedicada à prestação de serviços de assessoria regulatória e financeira na área da gestão do investimento coletivo, tendo como mercado principal as sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo, as sociedades de capital de risco e os respetivos organismos de investimento coletivo sob gestão”.

Com experiência anterior nestas matérias, nomeadamente no regulador, a responsável identificou ao certo quais as atividades em que o mercado precisa de apoio. Juntou uma equipa “multidisciplinar de economistas e juristas”, como a própria detalha, e prestam uma “assessoria ampla”, em matérias como “a análise prévia de estruturas de investimento, o apoio em processos de registo ou autorização, a realização de due diligence para avaliação de eventuais riscos de violação de disposições legais e regulatórias ou a assessoria em matérias de controlo interno ou gestão de riscos”.

O serviço que a Compass presta permite que Marta Ferreira da Silva consiga elencar, sem hesitações, os temas que mais preocupam o mercado por esta altura. Em

primeiro lugar, a dimensão reduzida do mercado, a instabilidade fiscal e a falta de liquidez. Esta última questão afetando especificamente “o imobiliário e o capital de risco”, onde, lembra, “as oportunidades de investimento não são tão abundantes quanto se gostaria, implicando uma pesquisa ativa e permanente de novas oportunidades”.

Em segundo lugar, o tema da legislação. A sócia da entidade aponta “a enorme diversidade de legislação e regulamentação nacional e europeia aplicáveis impondo um conjunto de exigências em termos de controlo do cumprimento que, apesar de muito relevantes para dotar o mercado de rigor e integridade, não contribuem de forma direta para o negócio”. A este nível recorda, por exemplo, as questões relativas à sustentabilidade e o seu impacto nas sociedades gestoras e nos organismos de investimento coletivo. Apesar da rapidez com que tem evoluído o contexto regulatório que incide nesta temática, a profissional lembra que “a informação sobre métricas e critérios consistentes e comparáveis ainda não se encontra disponível, com os inerentes riscos de greenwashing que poderão associar-se neste contexto de alguma indefinição”.

Por fim, e em terceiro lugar, a responsável não esquece o impacto do aumento das taxas de juro na indústria da gestão de ativos. Nomeia, por um lado, “a redução das possibilidades de endividamento dos organismos de investimento alternativo e das empresas participadas”, e, por outro, o impacto “na pressão descendente sobre o valor dos ativos, mais concretamente, pelo aumento das taxas de desconto utilizadas, por via do aumento do custo da dívida e do custo do capital, o que dificulta a gestão dos desinvestimentos e o fundraising para novos fundos”.

REGIME DE GESTÃO DE ATIVOS: DESAFIOS

Para além destes temas mencionados, o futuro reserva outros desafios para as gestoras de ativos. O Regime de Gestão de Ativos, como mencionado anteriormente, é para a profissional um dos desafios mais prementes. Envolverá uma maior responsabilização das sociedades gestoras, com impacto sobretudo na estrutura das que têm pequena dimensão. Serão obrigadas “a uma maior realocação de recursos para funções de controlo ou reforço dos meios humanos, também alterações na dinâmica e funcionamento dos organismos de investimento alternativo, em geral”, comenta. Marta Ferreira da Silva salienta mesmo “a apreensão e adaptação às novas regras exige tempo”, sendo, portanto, necessário que estas se ocorram “do apoio necessário que facilite ou auxilie a transição e o ajustamento ao Regime da Gestão de Ativos”. ■