



# Dois caminhos para investir no mercado distressed

TÊM DIFERENÇAS NA SUA GÊNESE, MAS OS PRIVATE EQUITY E OS HEDGE FUNDS SÃO OS PRINCIPAIS AGENTES NESTA CLASSE DE ATIVOS, QUE GANHOU NOVO FÔLEGO PERANTE UM CONTEXTO DE INVESTIMENTO QUE NASCE COM A CRISE.

**A** Europa vive nos últimos anos um período conturbado, de dúvidas em torno do seu modelo até então inquestionável e, por isso, assume uma posição diferente aos olhos de muitos investidores. Acrescem países em situações de debilidade económica sujeitos a programas de austeridade, um ambiente de baixas taxas de juro, de mais difícil remuneração dos ativos no mercado e, portanto, fazendo jus às oportunidades que nascem nas 'tempestades', surge a atratividade do mercado de distressed debt (DD).

Entende-se por ativos distressed, aqueles que ti-

veram uma desvalorização do seu valor intrínseco, tradicionalmente, acima de 1000 pontos base face à taxa de juro sem risco ou quando pelo menos uma das principais agências de rating lhes atribui uma notação igual ou inferior a CCC. O risco implícito é elevado, por serem emitidos por empresas em situação financeira debilitada, quase ou mesmo insolventes.

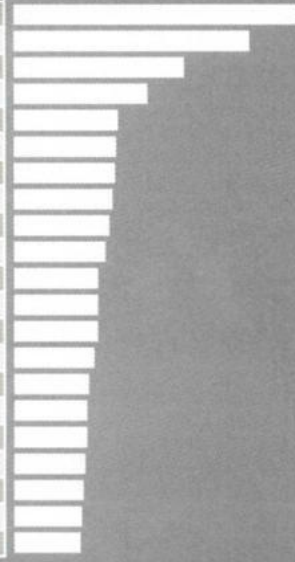
Um aspecto interessante do mercado de DD é que, ao contrário do que se possa imaginar, à medida que uma empresa se torna distressed, o mercado para o seus títulos torna-se mais líquido e em maior volume (Friedwald, Jankowitsch, e Subrahmanyam (2012) e ►



## OS 20 MAIORES HEDGE FUNDS POR ATIVOS SOB GESTÃO

Fonte: Bloomberg Markets Magazine

POSICÃO	NOME	SEDE	AUM OUT. 31 2011 (BILLIONS USD)
1	BRIDGEWATER ASSOCIATES	(US) WESTPORT, CT	77.6
2	MAN GROUP	(UK) LONDON	64.5
3	J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT	(US) NEW YORK	46.6
4	BREVA HOWARD ASSET MANAGEMENT	(UK) LONDON	36.6
5	OCH-ZIFF CAPITAL MANAGEMENT GROUP	(US) NEW YORK	28.5
6	PAULSON & CO.	(US) NEW YORK	28.0
7	BLACKROCK ADVISORS	(US) NEW YORK	27.7
8	WINTON CAPITAL MANAGEMENT	(UK) LONDON	27.0
9	HIGHBRIDGE CAPITAL MANAGEMENT	(US) NEW YORK	26.1
10	BLUECREST CAPITAL MANAGEMENT	(UK) LONDON	25.0
11	BAUPOST GROUP	(US) BOSTON	23.0
12	CERBERUS CAPITAL MANAGEMENT	(US) NEW YORK	23.0
13	D.E. SHAW & CO.	(US) NEW YORK	23.0
14	ANGELO GORDON CO.	(US) NEW YORK	22.0
15	AQR CAPITAL MANAGEMENT	(US) GREENWICH, CT	20.5
16	TWO SIGMA INVESTMENTS	(US) NEW YORK	20.0
16	FARALLON CAPITAL MANAGEMENT	(US) SAN FRANCISCO	20.0
17	GOLDMAN SACHS ASSETS MANAGEMENT	(US) NEW YORK	19.5
18	ELLIOTT MANAGEMENT	(US) NEW YORK	19.0
19	KING STREET CAPITAL MANAGEMENT	(US) NEW YORK	18.5
20	CANYON PARTNERS	(US) LOS ANGELES	18.1







## AS 20 MAIORES EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY POR CAPITAL LEVANTADO (2014)

Fonte: Publicação Private Equity International

POSIÇÃO	NOME	SEDE	CAPITAL LEVANTADO (\$M)
1	THE CARLYLE GROUP	(US) WASHINGTON DC	30,650.33
2	KOHLBERG KRAVIS ROBERTS	(US) NEW YORK CITY	27,182.33
3	THE BLACKSTONE GROUP	(US) NEW YORK CITY	24,639.84
4	APOLLO GLOBAL MANAGEMENT	(US) NEW YORK CITY	22,298.02
5	TPG	(US) FORT WORTH (TEXAS)	18,782.59
6	CVC CAPITAL PARTNERS	(UK) LONDON	18,082.35
7	GJANRAL ATLANTIC	(US) GREENWICH (CONNECTICUT)	16,600.00
8	ARES MANAGEMENT	(US) LOS ANGELES	14,113.58
9	CLAYTON DUBILIER & RICE	(US) NEW YORK CITY	13,505.00
10	ADVENT INTERNATIONAL	(US) BOSTON	13,228.09
11	ENCAP INVESTMENTS	(US) HOUSTON (TEXAS)	12,400.20
12	GOLDMAN SACHS PRINCIPAL INVESTMENT AREA	(US) NEW YORK CITY	12,343.32
13	EIG GLOBAL JANRGY PARTNERS	(US) WASHINGTON DC	11,345.18
14	WARBURG PINCUS	(US) NEW YORK CITY	11,213.00
15	SILVER LAKE	(US) MENLO PARK	10,986.40
16	RIVERSTONE HOLDINGS	(US) NEW YORK CITY	10,384.26
17	OAKTREE CAPITAL MANAGEMENT	(US) LOS ANGELES	10,147.28
18	ONEX	(CANADA) TORONTO	10,097.21
19	ARDIAN (FORMERLY AXA PRIVATE EQUITY)	(FR) PARIS	9,805.25
20	LONE STAR FUNDS	(US) DALLAS	9,731.81

Jankowitsch, Nagler e Subrahmanyam (2013)). Este facto é revelador da presença de agentes especializados neste tipo de ativos, de onde creem poder capturar valor. Estes agentes dividem-se, essencialmente, em: private equity (PE) e hedge funds (HF). Conceptualmente diferentes aproximam-se nas estratégias implementadas.

Existem 3 tipos de investimento em DD: passivo, ativo e ativo com controlo. O passivo geralmente envolve a transação dos títulos sem influência no processo de falência, enquanto que o ativo tipicamente poderá estar envolvido no comité de credores, de forma a influenciar a avaliação dos ativos antes e depois do processo de falência. O ativo com controlo tipicamente tem influência directa na gestão da empresa, detendo uma parte significativa da empresa pós reestruturação. Os ativos com controlo são aqueles que maior valor acrescentam nestes processos, conforme concluíram Jing, Li e Wang (2012), numa análise a HF envolvidos nestes processos entre 1996-2007. Outro estudo, por Altman e Aggarwal (1999), demonstra que a performance das ações que emergem pós processo de falência tiveram, nos 200 dias seguintes à sua emissão, uma performance 28% superior ao respetivo

benchmark. É assim interessante perceber que os investidores que neste mercado controlam melhor o processo de falência e reestruturação das empresas são também aqueles que conseguem obter ganhos posteriores muito superiores aos tradicionais mercados de ações e obrigações.

Desta forma, verifica-se que a oportunidade oferecida pelo mercado distressed, especialmente na Europa em crise, tornou-se, cada vez mais evidente. João Ferreira Marques, da Whitestar, lembra que "dada a conjuntura atual, existe bastante capital disponível para ativos distressed, sendo aqui o apetite por periféricos relevante, dado que o deleverage foi bastante mais acentuado noutras jurisdições, que perdem potencial de investimento, principalmente em ativos non core onde também se incluem, distressed, nonperforming loans e real estate".

### Conceito à lupa

Pedro Simões Coelho, partner da VdA, explica que "apesar de ambos os conceitos integrarem o universo dos investimentos alternativos são significativamente diferentes no modo como atuam. Enquanto os PE são mais orientados para o investimento de capital em ▶





## HEDGE FUNDS COM ESTRATÉGIAS EM ATIVOS DISTRESSED

NOME DO FUNDO	DATA DE LANÇAMENTO	DOMICÍLIO	PATRIMÓNIO (MILHÕES)	RETORNO TOTAL ANUALIZADO 3 ANOS	RETORNO TOTAL ANUALIZADO 5 ANOS
NZC GUGGENHEIM FUND LLC	AGO-08	UNITED STATES	3.046	16,22	19,15
CONTRARIAN CAPITAL FUND I	ABR-96	UNITED STATES	2.814		
CONTRARIAN FUND I OFFSHORE	DEZ-01	CAYMAN ISLANDS	2.814		
VR GLOBAL PARTNERS LP	JAN-03	CAYMAN ISLANDS	2.585	19,84	25,42
VR GLOBAL OFFSHORE FUND LTD A	MAI-99	CAYMAN ISLANDS	1.820	19,50	25,35
STS PARTNERS FUND	MAI-08	UNITED STATES	1.380	29,49	31,85
SPINNAKER GLOBAL EMERGING MARKETS K1	JAN-11	BRITISH VIRGIN ISLANDS	1.352	9,26	
SPINNAKER GLOBAL OPPORTUNITY K1	JAN-11	BRITISH VIRGIN ISLANDS	815	9,80	
WATERFALL EDEN FUND, LTD	MAR-05	CAYMAN ISLANDS	806	18,56	19,98
CONTRARIAN EM OFFSHORE FUND, LTD.	JUL-06	CAYMAN ISLANDS	552		
CONTRARIAN EMERGING MARKETS, L.P.	JUL-06	UNITED STATES	552		
JLP CREDIT OPPORTUNITY CAYMAN FUND LTD	FEV-06	UNITED STATES	538	11,32	11,41
JLP CREDIT OPPORTUNITY FUND LP	ABR-03	UNITED STATES	538	11,30	11,40
WATERFALL EDEN FUND LP	MAR-05	UNITED STATES	398	17,66	20,89
THE KAWA OFFSHORE FEEDER FUND LTD	SET-07	BRITISH VIRGIN ISLANDS	280	13,49	16,38
PSAM REBOUND FUND LTD	MAR-03	CAYMAN ISLANDS	249	10,72	11,52
OUTRIDER FUND - OFFSHORE LTD	ABR-04	CAYMAN ISLANDS	218	1,59	9,83
OUTRIDER ONSHORE LP	ABR-04	CAYMAN ISLANDS	218	1,56	9,80
CONTRARIAN CAP TRADE CLAIMS OFF LTD	NOV-01	CAYMAN ISLANDS	208		
CONTRARIAN CAPITAL TRADE CLAIMS	MAI-01	UNITED STATES	208		
TRISHIELD SPECIAL SITUATIONS FUND LLC	MAI-08	UNITED STATES	207	32,38	23,81
SIMPLON INTERNATIONAL LIMITED	JUL-90	UNITED STATES	161	3,75	11,58
REGAN DISTRESSED CREDIT FUND, LP	AGO-11	UNITED STATES	153	30,88	
SCHULTZE OFFSHORE FUND LTD	ABR-04	CAYMAN ISLANDS	135	16,83	9,77
WATERFALL VICTORIA ERISA FUND, LTD.	JAN-11	CAYMAN ISLANDS	106	14,43	
CONTRARIAN CAPITAL SENIOR SECURED FUND	ABR-02	UNITED STATES	97		
CONTRARIAN SENIOR SECURED OFFSHORE FD	MAI-02	CAYMAN ISLANDS	97		
OUTRA (1)	ABR-10	FRANCE	91	16,42	
VISIUM CATALYST FUND LP	JAN-04	UNITED STATES	85	10,01	9,51
WEXFORD CREDIT OPPORTUNITIES FUND, L.P.	DEZ-02	UNITED STATES	79	8,85	9,37
KANE STREET FUND LP	SET-09	UNITED STATES	77	19,26	17,41
BEACH POINT DISTRESSED FUND LP	ABR-09	UNITED STATES	75	10,23	12,08
SCOTT'S COVE SPE CRE OFFSHORE FD I, LTD	JAN-98	CAYMAN ISLANDS	68		
VISIUM CATALYST OFFHORE LTD	DEZ-03	CAYMAN ISLANDS	60	10,09	
THE KAWA ONSHORE FEEDER FUND LLC	JAN-08	UNITED STATES	60	13,54	16,40
WATERSTONE QUARRY MASTER FUND, LTD.	ABR-12	CAYMAN ISLANDS	60		
BOWERY OPPORTUNITY FUND, L.P.	ABR-09	UNITED STATES	57	9,64	11,49
ARMORY FUND LP	SET-03	UNITED STATES	53	14,01	22,90
SIMPLON PARTNERS, L.P.	JUL-90	UNITED STATES	53	4,42	12,00
SCHULTZE PARTNERS LP	FEV-98	UNITED STATES	45	17,16	10,05
WEXFORD OFFSHORE CREDIT OPTS LIMITED	FEV-03	CAYMAN ISLANDS	44	8,14	8,95
WATERFALL VICTORIA LP	JUL-07	UNITED STATES	35	14,84	15,39
ENDEAVOUR PEMBROKE FUND LIMITED	FEV-07	CAYMAN ISLANDS	32	5,51	7,15
JLP PARTNERS FUND LP	OUT-09	UNITED STATES	31	25,61	21,25
STORNOWAY RECOVERY FUND (2)	OUT-04	CANADA	28	13,94	18,99
ARGO DISTRESSED CREDIT FUND	SET-08	CAYMAN ISLANDS	26	12,62	13,44
PSAM REBOUND PARTNERS LP	MAR-03	CAYMAN ISLANDS	23	10,97	11,69
BEACH POINT DISTRESSED OFFSHORE LTD.	ABR-09	CAYMAN ISLANDS	22	9,17	11,25
NAPIER PARK DISTRESSED DEBT OPPOR FD LLC	AGO-03	UNITED STATES	19	10,92	13,71
NAPIER PARK DISTRESSED DEBT OPPOR FD LTD	ABR-02	CAYMAN ISLANDS	19	11,37	13,63
PENN DISTRESSED LP	ABR-02	UNITED STATES	14	10,80	9,45
TIG DISTRESSED OPPORTUNITIES LP	SET-08	UNITED STATES	13	5,79	3,35
TIG DISTRESSED OPPORTUNITIES LTD	SET-08	CAYMAN ISLANDS	13	5,81	3,27
BOWERY OPPORTUNITY FUND, LTD.	OUT-13	CAYMAN ISLANDS	13		
DALTON DISTRESSED CREDIT FUND	JUN-08	CAYMAN ISLANDS	9	6,72	13,17
ASTRA SICAV SIF AEDELA A CAP (1)	FEV-11	LUXEMBOURG	8	14,69	
SCOTT'S COVE SPECIAL CREDITS FUND I, L.P.	JAN-98	UNITED STATES	4		
SCHULTZE APEX FUND, LP	NOV-07	UNITED STATES	3	9,53	11,23
ARMORY OFFSHORE FUND LTD	JUN-05	CAYMAN ISLANDS	1	6,70	18,74
SCHULTZE APEX OFFSHORE FUND, LTD.	JAN-08	CAYMAN ISLANDS	1	5,79	8,04
CORRE OPPORTUNITIES FUND LP	AGO-09	UNITED STATES		16,39	16,71
DLG EUROPEAN DISTRESSED FUND A GLG	AGO-09	CAYMAN ISLANDS		10,68	14,88
NUMEN CREDIT OPPORTUNITIES FUND (1)	NOV-08	CAYMAN ISLANDS		12,90	9,05

Fonte: Morningstar Direct. Património em dólares USA, exceto no (1) que está em euros e no (2) em dólares canadenses. Rentabilidade em euros, em percentagem.





## EXEMPLOS DE OPERAÇÕES NACIONAIS ENVOLVENDO DISTRESSED DEBT

Fonte: Elaboração Própria

ANO	OPERAÇÃO	COMPRADOR	VENDEDOR
2013 (AGO)	VENDA DE UM PORTFOLIO DE CRÉDITO AO CONSUMO/AUTOMÓVEL*	OCH ZIFF	GE IFIC
2013 (OUT)	VENDA DE NON PERFORMING LOANS (NPLs)	INVESTIDORES TIPO PRIVATE EQUITY	MONTEPIO
2014	VENDA DE UM PORTFOLIO DE CRÉDITO AO CONSUMO*	-	CREDIAGORA (GRUPO SOCGEN)
2014	VENDA DE NON PERFORMING LOANS (NPLs)	INVESTIDORES TIPO PRIVATE EQUITY	BANIF

\*Ambas as transações foram concretizadas com o objetivo de encerrar atividade em Portugal pelos vendedores, o que traduz a criação de novas oportunidades no mercado em questão.

negócios do sector privado, normalmente com intervenção na gestão e envolvimento ativo no projeto, em empresas que, muitas vezes adquiriram em bolsa para depois as retirar do mercado, mais numa ótica de médio/longo prazo, diferentemente, os HF têm como objetivo a obtenção de rápidos retornos, no curto prazo.

Os PE estão, assim, mais próximos da atividade do capital de risco, já que investem diretamente em empresas, preferencialmente não cotadas, apostando no potencial de longo prazo da carteira de ativos que detêm, quer nas sociedades das quais são donos como nas quais apenas participam. O partner da VdA refere que o objetivo desta gestão é o de "melhorar a performance, introduzindo novos procedimentos, com vista à futura venda da empresa e realização de mais-valias, nomeadamente negociando a venda direta com potenciais compradores ou abrindo o respetivo capital mediante a admissão à negociação das ações em mercado". Acrescenta ainda que "não raro são os PE responsáveis por concretizarem a reestruturação de empresas em dificuldades, viabilizando-as e

valorizando-as, de maneira a promover a alienação da participação em questão no final do processo, obtendo, assim, o retorno pretendido".

Por seu lado, os HF adoptam uma estratégia mais oportunística, investindo em ativos com maior liquidez, precisamente para uma mais rápida conversão dos mesmos em dinheiro sem um controlo direto no negócio ou gestão do ativo. O universo de investimento é diversificado incluindo participações no capital de empresas, títulos de dívida, derivados, divisas, sempre na perspetiva de alto potencial de retorno a curto prazo.

### RISCOS

Dado que os HF se focam em ativos líquidos, os investidores podem sair mais facilmente, sendo o período de indisponibilidade do investimento mais reduzido num HF, do que num investimento típico de PE. Além disso e, apesar de ambos combinarem estratégias de investimento de maior risco com risco mais conservador, a política de obtenção do máximo retorno a curto prazo dos HF implica necessariamente um nível de risco acrescido face ao PE. ■

## >> A OPINIÃO DE



**DAN ROBERTS,**  
Portfolio Manager  
FF Global Dividend  
Fund, Fidelity  
Worldwide Investment

### INVESTIR NOS ARISTOCRATAS DO DIVIDENDO

Ao investir em empresas que distribuam dividendos, a primeira coisa que há a fazer é centrar o investimento naquelas empresas que podem oferecer rendimentos sustentáveis ano após ano.

Todavia dadas as dificuldades existentes no cumprimento deste objetivo, há que fazer finca-pé nos dividendos de forma a sustentar as rentabilidades totais, algo que pretendemos conseguir por meio do investimento nos denominados 'aristocratas' do dividendo, ou seja, naquelas empresas que têm vindo a aumentar os seus dividendos durante 10 anos consecutivos. Existem cerca de 150 empresas deste género - que superaram o conjunto do mercado com menor volatilidade - dentro das 2.500 incluídas no MSCI AC World.

Também é importante evitar os problemas de concentração que podem acontecer com relativa facilidade ao investir em determinadas regiões. Por exemplo, apesar do índice MSCI Asia estar muito influenciado pelo sector financeiro (31%), indústria (17%) e bens de consumo (17%), optamos por uma diversificação num leque mais amplo de sectores, sendo os mais relevantes: a saúde (23%), consumo básico (15%), consumo discricionário (13%) e serviços financeiros (11%).

Seguindo estas regras e uma abordagem sem restrições podem existir momentos nos quais a estratégia saia prejudicada - cenários de fortes subidas nos mercados - mas no longo prazo deverá dar os seus frutos.