

Semi-líquidos: uma tendência que chegou para ficar

Principais aspectos:

- Os ativos alternativos diversificam e aumentam a rentabilidade esperada de uma carteira de investimentos.
- Os fundos semilíquidos facilitaram o acesso de um maior número de investidores a ativos alternativos, aumentando a exposição a ativos alternativos de forma mais simples.
- As principais características incluem exposição imediata à classe de ativos, janelas de liquidez periódicas e decorrelação com mercados públicos.

Ativos alternativos: essenciais em um portfólio diversificado

Em um ambiente em que a volatilidade dos mercados públicos desafia até mesmo os investidores mais experientes, a busca por rentabilidade e diversificação impulsionou **um maior interesse por ativos alternativos**. Os ativos alternativos tornaram-se um pilar fundamental para a diversificação eficiente do portfólio, pois seus principais benefícios incluem a baixa correlação com os mercados públicos, a otimização do perfil de risco-retorno (Gráfico 1) e o prêmio por iliquidez.

Como resultado do interesse nessa classe de ativos, foi observado um crescimento significativo na sua alocação. Como resultado, o AUM de ativos alternativos globais atingiu USD 13 *trilhões* em 2024, com crescimento projetado para USD 23,5 *trilhões* até 2029 (Gráfico 2). Esse *boom* foi impulsionado pelo aumento da exposição de diferentes tipos de investidores, tanto os que já participavam do mercado quanto os que estão entrando nele pela primeira vez.

À medida que os ativos alternativos ganham destaque, surgem inovações nas estruturas de investimento. A principal delas é o crescimento dos fundos alternativos semilíquidos, também conhecidos como *fundos evergreen*. Mais de 300 novos fundos semilíquidos foram lançados nos últimos cinco anos, e o PitchBook e a Preqin têm em seu registro USD 400 *bilhões* sob gestão nesse tipo de estrutura, o que comprova sua rápida adoção entre os investidores.

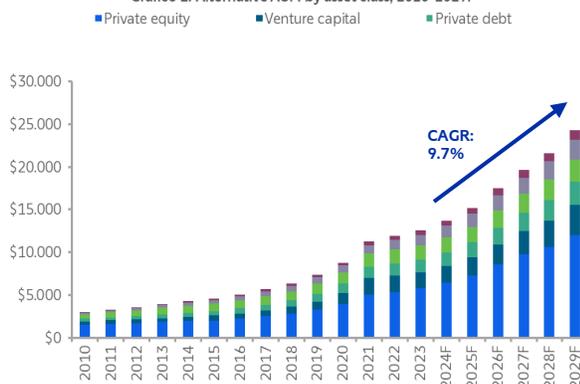
Para entender a evolução e o impacto das estruturas semilíquidas, suas principais características, vantagens e tendências de mercado são detalhadas a seguir

Gráfico 1: Análise de risco/retorno



Fonte: Preparado pela Morningstar Direct, 06/2021 a 09/2023.

Gráfico 2: Alternative AUM by asset class, 2010-2029F



Fonte: Preqin Pro, 2024

Estrutura semilíquida: solução para dar acesso a um número maior de investidores

Para entender melhor a estrutura semilíquida, eles podem ser comparados com os fundos *drawdown* tradicionais, que têm sido o modelo predominante no setor nos últimos anos. Esses são veículos nos quais os investidores comprometem um determinado valor, mas esse valor não é investido imediatamente; em vez disso, o gestor do fundo faz "chamadas de capital" à medida que identifica oportunidades de investimento e distribui o capital à medida que faz esses investimentos (Gráfico 3).

Em contrapartida, os fundos semilíquidos operam em um modelo de **capital perpétuo**, o que significa que não têm uma data de vencimento predefinida. Os investidores entram no fundo com uma subscrição e obtêm **exposição imediata e total de seu capital comprometido** aos ativos desde o início (Gráfico 4), o que acelera a entrada no mercado e atenua a característica da "curva J"¹ dos fundos *de drawdown*, em que as perdas iniciais geralmente precedem os retornos positivos.

Um aspecto fundamental é a **semiliquidez**, obtida por meio de janelas de liquidez, que são períodos predefinidos nos quais os investidores podem fazer saques dentro dos limites estabelecidos por cada gestor. No entanto, para garantir essa liquidez, os gestores devem manter uma exposição a caixa ou equivalentes de cerca de 5 a 15% do total da carteira, o que permite maior flexibilidade sem comprometer sua estabilidade, mas resulta em um retorno menor quando comparado a um fundo de *drawdown*.

Além disso, esses fundos são caracterizados por sua **descorrelação** com os mercados públicos, o que os torna uma ferramenta eficiente para melhorar a diversificação e reduzir a volatilidade em um portfólio de investimentos globais.

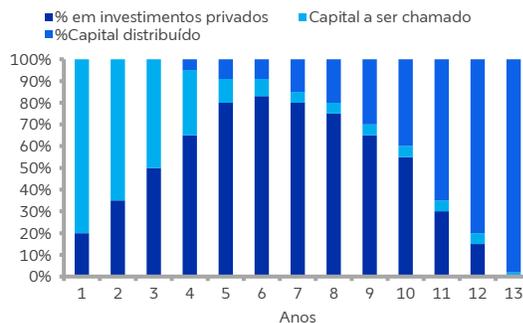
Por outro lado, é importante destacar uma maior periodicidade na valorização dos ativos. Enquanto os fundos *de drawdown*, geralmente tem sua valorização trimestral, os fundos semilíquidos conseguiram gerenciar modelos para gerar uma **valorização mensal** e, assim, permitir que os investidores tenham informações mais frequentes sobre o desempenho.

Infográfico: Características dos semilíquidos



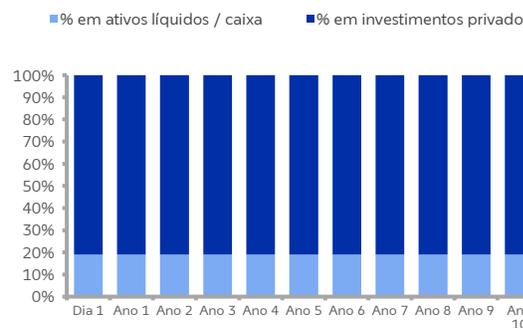
Fonte: Elaboração própria Vinci Compass

Gráfico 3: Estrutura de *drawdown*



Fonte: Elaboração própria Vinci Compass

Gráfico 4: Estrutura perpétua



Fonte: Elaboração própria Vinci Compass

Curva J: uma curva que descreve a trajetória usual dos fluxos de caixa em fundos *de drawdown*. Seu nome vem da figura gerada pelos fluxos negativos nos primeiros anos, à medida que o capital é chamado e investido, e depois, à medida que os investimentos geram liquidez, eles se tornam positivos, formando uma curva em "J".

Por fim, essa estrutura ampliou o **acesso** a estratégias de investimento em mercados privados. Ao estabelecer mínimos de investimento mais baixos em comparação com os fundos tradicionais, bem como menos exigências, os fundos semilíquidos permitem a participação de um espectro mais amplo de investidores.

As principais estruturas oferecidas pelos fundos semilíquidos:

REITs não listados  <ul style="list-style-type: none">• Fundo que possui, opera ou financia imóveis. Investe em ativos estáveis <i>core/core+</i>• Foco na geração de receita recorrente e na valorização do capital	BDCs não listados  <ul style="list-style-type: none">• Oferece soluções de financiamento privado para empresas <i>upper/middle market</i>• Principalmente empréstimos sênior• Foco na geração de receita recorrente	Multiestratégia  <ul style="list-style-type: none">• Ele emprega uma variedade de estratégias com foco na valorização do capital. Essas estratégias incluem:<ul style="list-style-type: none">• <i>Private Equity</i>• <i>Real Assets</i>• <i>Private Debt</i>
--	---	---

As principais estruturas e sua evolução ao longo do tempo são apresentadas a seguir (Gráfico 5).

1. Trusts de renda imobiliária (REITs) não listados

Os *Real Estate Income Trusts* (REITs) *não listados* foram pioneiros no mercado e foram introduzidos na década de 1960, permitindo que mais investidores tivessem acesso ao mercado imobiliário.

Desde então, eles têm crescido de forma constante, destacando-se entre os fundos semilíquidos por seu foco na geração de renda recorrente. Por esse motivo, investem principalmente em ativos com estratégias *core* e *core+*, que se caracterizam por propriedades estabilizadas com fluxos constantes. Esse modelo de renda permitiu que os REITs mantivessem sua presença no segmento, embora nos últimos anos sua participação relativa tenha sido ultrapassada por outros veículos.

2. Non-listed Business Development Companies (BDCs)

As *Business Development Companies*, ou BDCs, são um tipo de estrutura criada como resultado do Small Business Investment Act de 1980, que buscava ajudar as pequenas e médias empresas a obter acesso a financiamento, geralmente de forma mais rápida e flexível.

Por sua vez, esses instrumentos se concentram na geração de renda, pois buscam oferecer retornos por meio do pagamento de juros sobre os empréstimos que concedem. Na maioria dos casos, têm taxas flutuantes e se concentram na *parte sênior* da estrutura de capital, portanto, têm preferências de pagamento e taxas de recuperação mais altas em comparação com o mercado público. Além disso, elas permitem a negociação de termos mais favoráveis em seus empréstimos, bem como maior flexibilidade e eficiência para ambas as partes.

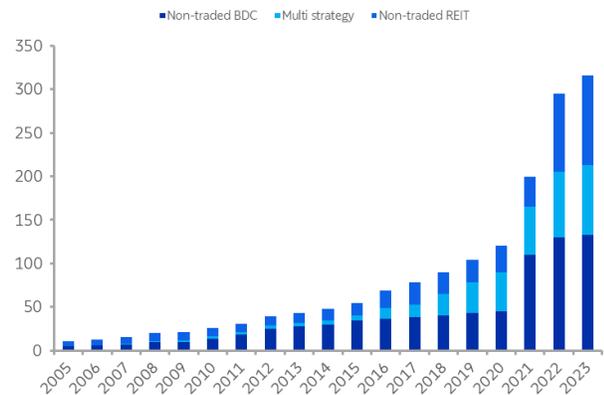
Os *BDCs não listados* se tornaram um dos veículos *perenes* de crescimento mais rápido nos últimos anos, como resultado de um ambiente de taxas de juros mais altas, maior demanda por ativos alternativos e menor exposição à volatilidade do mercado.

3. Fundos *multiestratégicos*

Os fundos *multiestratégia* combinam várias estratégias em uma estrutura semilíquida, oferecendo um alto grau de diversificação e flexibilidade. Esses fundos podem incluir exposições a *Private Equity*, *Real Estate*, *Private Debt*, entre outras classes de ativos alternativos.

Diferentemente de outros fundos semilíquidos, os fundos *multiestratégia* concentram-se na valorização do capital, o que implica maior exposição a *private equity* por meio de investimentos primários, secundários e co-investimentos. Entretanto, eles mantêm janelas de liquidez periódicas, embora com maiores restrições em comparação com outras estratégias semilíquidas. Para otimizar o gerenciamento de capital e liquidez, esses fundos normalmente incluem alguma exposição a investimentos que geram renda recorrente e/ou uma alocação maior em caixa e ativos líquidos.

Gráfico 5: Crescimento dos fundos semilíquidos



Fonte: Pitchbook

Aspectos a serem considerados em fundos semilíquidos:

É essencial entender certos mecanismos que regulam a liquidez e o acesso ao capital. Os conceitos a seguir definem as principais condições sob as quais os investidores podem solicitar resgates e acessar seu capital, garantindo um equilíbrio entre flexibilidade e estabilidade do fundo.

Limites para resgates:

Os fundos semilíquidos impõem restrições aos resgates para manter a estabilidade do portfólio ilíquido. Em geral, há um limite de 5% do *Net Asset Value* (NAV) trimestral ou 20% do NAV anual. Entretanto, esses limites são amplamente ajustados, dependendo da estratégia do fundo, do tipo de ativos em que ele investe e das condições do mercado.

Os fundos com investimentos em ativos menos líquidos ou com renda menos recorrente tendem a aplicar restrições mais rígidas. Por outro lado, em determinadas situações de mercado, esses limites podem ser ajustados temporariamente para proteger os investidores existentes e evitar a venda forçada de ativos e, portanto, uma eventual perda significativa.

Calendário de janelas de liquidez:

Os administradores publicam um calendário anual com as principais datas em que os investidores podem solicitar saques e/ou fazer subscrições no fundo. Esse calendário inclui a publicação do preço das ações, que geralmente está defasado em relação

ao fechamento de cada mês, bem como os prazos para o envio de ordens. Manter o controle dessas datas é essencial para uma gestão eficiente dos investimentos.

Período de bloqueio:

É comum haver um período de tempo durante o qual os investidores não podem resgatar o fundo depois de realizar seu investimento. Duas estruturas *de lock-up* se destacam:

- *Soft lock-up*: permite saques, mas sujeitos a uma *taxa de penalidade*.
- *Bloqueio rígido*: não permite resgate em nenhuma circunstância.

Embora a maioria dos fundos semilíquidos tenha alguma forma de *lock-up*, há alguns fundos que não têm. De qualquer forma, os termos dos resgates geralmente estão sujeitos ao critério do gestor, que pode ajustar as regras de acordo com as necessidades do fundo e as condições do mercado.

Conclusão

Os fundos semilíquidos surgiram como uma alternativa acessível e flexível para investidores que buscam diversificar seus portfólios com exposição a ativos alternativos. Sua estrutura inovadora permite uma entrada mais ágil no mercado, com avaliações de ativos mais frequentes e janelas de liquidez periódicas, facilitando a gestão de investimentos em mercados privados.

Embora os fundos *drawdown* continuem a ser a peça chave na indústria, especialmente para estratégias de investimento com horizontes de longo prazo e estruturas tradicionais de capital comprometido, os fundos semilíquidos complementam essa oferta, proporcionando flexibilidade e reduzindo algumas barreiras à entrada. Sua capacidade de combinar a exposição a ativos alternativos com mecanismos de liquidez periódica permitiu que eles ampliassem a base de investidores e otimizassem a alocação de capital em portfólios diversificados.

Assim, os fundos semilíquidos não apenas representam uma porta de entrada para ativos alternativos, mas também atuam como uma ferramenta complementar dentro de uma carteira alternativa e de múltiplos ativos, fortalecendo a diversificação e a otimização do perfil de risco-retorno em um ambiente cada vez mais dinâmico.

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas se concretizarão. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Vinci Compass e/ou pessoas relacionadas ("Vinci Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Vinci Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Vinci Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.