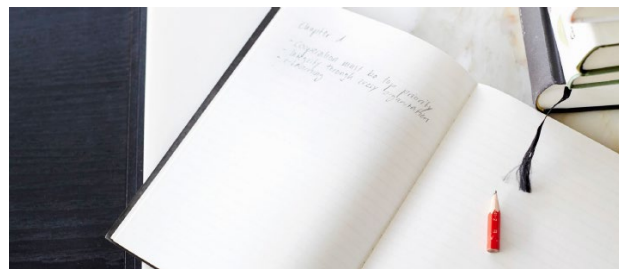


Ativistas

Educação sobre hedge funds

Autores: Karim Cherif, Chefe de Investimentos Alternativos, UBS Switzerland AG; Tony Petrov, Estrategista, UBS Switzerland AG; Sean Sanborn, Estrategista de Hedge Funds, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Daniel J. Scansaroli, Chefe de Estratégia de Carteiras e UBS Wealth Way Solutions, CIO Américas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Os ativistas são um grupo específico de gestores dentro do estilo de hedge fund determinado por eventos.
- Investindo principalmente em ações ou instrumentos de dívida listados em bolsa, os ativistas assumem um papel ativo na governança corporativa de suas empresas-alvo.
- Os gestores se concentram nas empresas em que acreditam que podem realizar determinadas ações para aumentar o valor para os acionistas.



Fonte: UBS

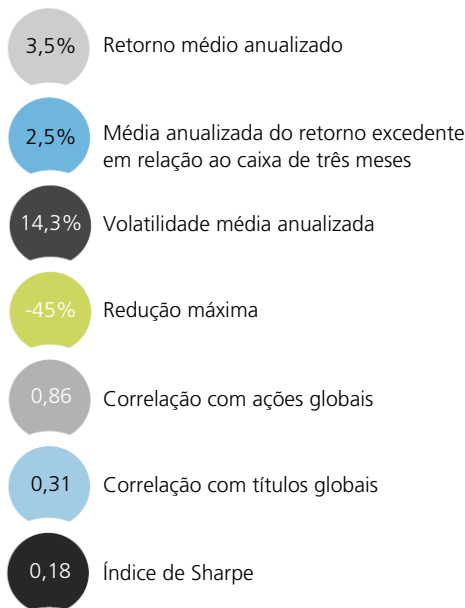
Resumo sobre os ativistas

- Os fundos hedge ativistas geralmente têm como alvo empresas que apresentam estruturas de capital abaixo do ideal ou governança corporativa deficiente.
- As ações normalmente usadas para liberar valor para os acionistas incluem a distribuição de dinheiro excedente, a alienação de negócios não essenciais, mudanças operacionais e a venda da empresa-alvo.
- Os fatores determinantes do desempenho dos hedge funds ativistas incluem métricas de avaliação de ações, sentimento de risco, dispersão dos retornos das ações, atividade de fusões e aquisições, acontecimentos macroeconômicos, ciclo geral dos negócios e condições de liquidez.
- De 2008 a 2023 até o momento, os ativistas registraram um retorno médio anualizado de 3,5%, com uma volatilidade de 14,3%, com base no HFRI Activist Index. Portanto, no nível do índice, os ativistas vêm apresentando um desempenho nitidamente inferior ao dos mercados de ações nos últimos anos.
- No entanto, esses dados precisam ser qualificados: O curto período de tempo considerado, em função da disponibilidade de dados e inclusive da crise financeira global, ignora os benefícios potenciais e não justifica necessariamente a exclusão dos ativistas como uma alternativa de investimento.
- A forte contribuição do beta do mercado de ações para o desempenho torna os ativistas muito pró-cíclicos.
- Do ponto de vista da carteira, a alta correlação entre ativistas e ações, bem como a alta volatilidade dos fundos ativistas, sugere que eles não devem ser usados para reduzir o risco geral da carteira. Aconselhamos a considerar os fundos ativistas somente dentro de uma alocação de hedge funds já bem diversificada e mantendo a alocação baixa.
- Em termos de riscos, a variabilidade dos retornos entre os gestores ativistas é alta. Por esse motivo, é fundamental ter um bom entendimento das habilidades dos gestores antes de considerar uma alocação. Outras considerações de risco incluem o uso de alavancagem, concentração de posições, eventos de risco de reputação, a liquidez do

fundo, uma possível falta de transparência e integridade operacional e de gerenciamento de risco.

Este relatório faz parte de uma série de breves cartilhas sobre estratégias específicas de hedge funds. Você encontrará mais informações no portal do cliente. Você também pode entrar em contato com seu consultor para obter ajuda.

Fig. 1: principais estatísticas dos ativistas



Nota: os índices utilizados incluem o MSCI World TR, Barclays Global Aggregate Bond TR e HFRI Activist Index. Com base em dados históricos desde 2008. Fonte: HFR, Bloomberg, UBS; em novembro de 2023

O que os ativistas fazem?

- Os ativistas acumulam participações significativas em empresas onde acreditam que a participação ativa na governança pode aumentar o valor para os acionistas e gerar retornos.
- Os ativistas podem agir sozinhos ou unir forças com outros investidores, como outros fundos ativistas, fundos mútuos e fundos de pensão.
- Os hedge funds ativistas geralmente têm como alvo empresas de pequeno e médio porte, altamente líquidas e de propriedade de instituições, com o que consideram estruturas de capital abaixo do ideal, governança corporativa deficiente ou valorizações baratas em relação ao valor fundamentalista.
- Para liberar valor para os acionistas, os ativistas normalmente exigem ações como a distribuição do excesso de caixa aos acionistas por meio de pagamentos de dividendos especiais ou programas de recompra de

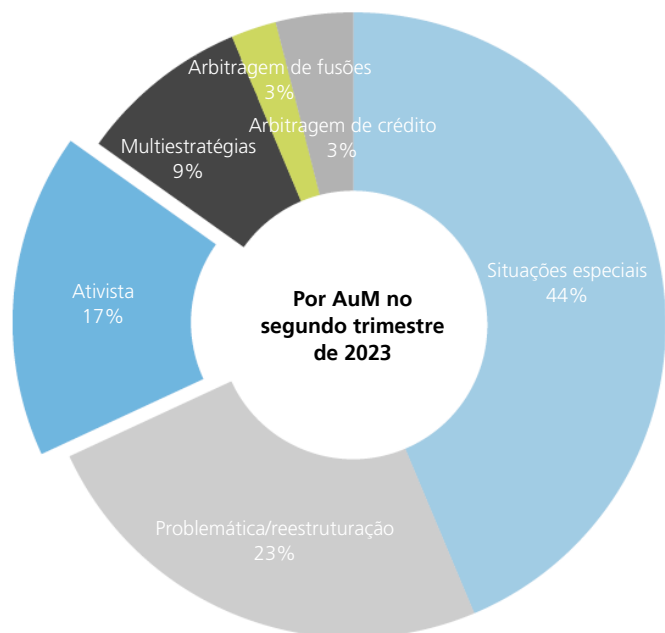
ações; a alienação, cisão ou desmembramento de negócios não essenciais; ajustes operacionais que podem levar a uma mudança na administração, na estrutura ou na estratégia da empresa; e a venda da empresa-alvo a terceiros.

Uma campanha ativista típica pode ser dividida da seguinte forma:

- Primeiro, os gestores realizam uma extensa pesquisa para encontrar alvos potenciais e identificar mudanças e ações que poderiam defender, muitas vezes contratando consultores, especialistas do setor e outros executivos para ajudá-los a desenvolver uma tese. Uma vez identificada a meta, os gestores começam a comprar discretamente quantidades consideráveis de ações, geralmente por meio de instrumentos derivativos, como opções.
- Em segundo lugar, após obter uma participação acionária significativa, os gestores anunciam publicamente sua participação e suas intenções preenchendo o Schedule 13D (a regulamentação dos EUA que exige a divulgação da participação acionária de empresas públicas acima de 5%), comunicando-se com a mídia e enviando cartas ao conselho de administração.
- Em terceiro lugar, começam as negociações com o conselho de administração. Se o resultado não atender às suas exigências, os gestores ativistas normalmente procuram nomear membros afiliados para o conselho. Se não obtiverem êxito, os ativistas podem ameaçar com uma ação por procuração, na qual solicitam o apoio de outros acionistas importantes para convencer a administração a agir. Como último recurso, os gestores podem entrar em uma disputa por procuração ou em uma ação legal contra o conselho de administração para impor suas exigências.
- Por fim, os gestores ativistas saem de suas posições com lucro ou prejuízo, dependendo do resultado da campanha. Em geral, as campanhas de ativismo duram de um a três anos. No entanto, os gestores podem sair de uma campanha a qualquer momento se surgirem oportunidades mais atraentes ou se o resultado potencial de uma campanha não corresponder mais à sua meta de retorno.

Fig. 2: detalhamento determinado por eventos por subestratégia

Os ativistas representam uma pequena parte do espaço determinado por eventos



Fonte: HFR, UBS; no segundo trimestre de 2023

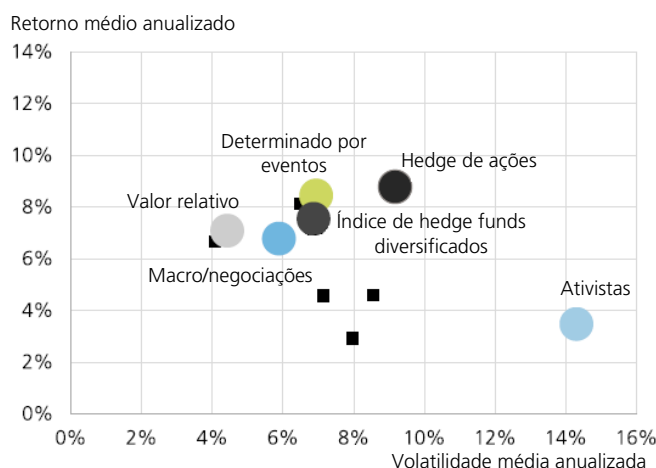
Fontes de retornos das estratégias

Os fundos ativistas têm três fluxos potenciais de retornos: alfa do gestor, beta do mercado de ações e beta alternativo.

- **Alfa:** refere-se à habilidade do gestor, especificamente à capacidade do gestor do hedge fund de empregar uma estratégia de investimento que gere retornos superiores ao desempenho geral do mercado. A geração de alfa é determinada pelas habilidades de seleção de ações do gestor ativista e pela capacidade de desencadear ou forçar eventos corporativos imprevistos que elevem o preço das ações. Os gestores precisam de um certo grau de dispersão, volatilidade ou deslocamento do mercado para encontrar ações subvalorizadas. O nível de caixa corporativo e as atividades de fusão e aquisição também são fatores importantes que afetam a capacidade de desempenho do gestor.
- **Beta do mercado:** refere-se à exposição ao retorno do mercado amplo. Os gestores ativistas nem sempre protegem sua exposição aos movimentos amplos do mercado de ações. Portanto, o beta do mercado é uma fonte importante de seus retornos. Assim, fatores específicos das ações, como múltiplos de valorização, crescimento dos lucros, análise técnica, sentimento do mercado em geral e acontecimentos macroeconômicos são fatores importantes a serem considerados.

- **Beta alternativo:** refere-se a outros fluxos de retornos não vinculados à habilidade do gestor (alfa) ou ao desempenho amplo do mercado (beta do mercado). Também chamados de prêmios de risco, os betas alternativos são anomalias recorrentes do mercado que os gestores de hedge funds podem explorar. Os betas alternativos típicos empregados pelos ativistas incluem prêmios de risco de valor e de pequena capitalização. Os betas alternativos tendem a ser razoavelmente estáveis a médio e longo prazos. No curto prazo, no entanto, eles podem flutuar dependendo do ciclo de negócios e das condições de liquidez.

Fig. 3: gráfico de dispersão riscos-retornos de várias estratégias de hedge funds



Nota: as subestratégias determinadas por eventos estão representadas em quadrados. Com base em dados históricos desde 1995. Fonte: HFR, UBS; em novembro de 2023

Análise de desempenho

- De 2008 a 2023 até o momento, os ativistas registraram um retorno médio anualizado de 3,5%, com uma volatilidade de 14,3%, com base no HFRI Activists Index.
- Esse desempenho é muito inferior ao das ações, mas com risco semelhante.
- No mesmo período, um índice ativista amplamente diversificado teve um drawdown máximo de 45,2%, em comparação com 51,4% para ações.
- Essas estatísticas sugerem que os ativistas, no nível do índice, têm apresentado um desempenho significativamente inferior ao dos mercados de ações nos últimos anos.
- No entanto, esses dados precisam ser qualificados: O curto período de tempo considerado, em função da

disponibilidade de dados e inclusive da crise financeira global, não é realmente representativo e, em nossa opinião, não deve ser usado para justificar a exclusão de ativistas como uma alternativa de investimento.

Tabela 1: análise de desempenho (2008-2023)

Os ativistas tiveram um desempenho inferior ao das ações nos últimos 15 anos

	100% ações	100% ativistas	50% títulos 50% ações	20% hedge funds ativistas 40% títulos 40% ações
Desempenho (anual)	6,2%	3,5%	4,1%	4,0%
Volatilidade (anual)	16,7%	14,3%	10,1%	10,6%
Índice de Sharpe (0,9%)	0,32	0,18	0,32	0,30
Drawdown máximo	-51,4%	-45,2%	-30,2%	-33,2%

Nota: os índices utilizados incluem o MSCI World Net TR, Barclays Global Aggregate Bond TR e HFRI Activist Index. Fonte: HFR, Bloomberg, UBS; em novembro de 2023

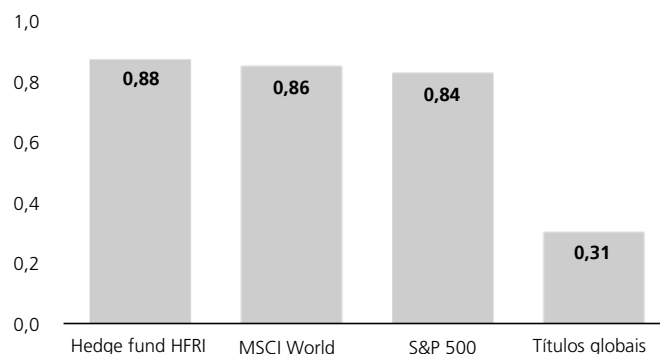
Ativistas em sua carteira

- Nos últimos 15 anos, a correlação dos fundos ativistas com ativos tradicionais, como ações e títulos, foi de 0,86 e 0,31, respectivamente.
- Levando em conta esses resultados e a inerente alta volatilidade da estratégia, em nossa opinião, os fundos ativistas não devem ser usados para reduzir o risco geral da carteira.
- Só considerariamos fundos ativistas em uma alocação de hedge funds já bem diversificada e manteríamos a alocação baixa.
- É interessante notar que os ativistas e os fundos de aquisição alavancada compartilham algumas semelhanças na forma como operam (participação ativa na governança) e nos investimentos-alvo. Os ativistas, portanto, podem ser vistos como um complemento líquido para uma alocação em aquisições alavancadas de private equity. Dito isso, gostaríamos de salientar que ambos os investimentos têm perfis de risco/retorno muito diferentes e não são intercambiáveis.

Fig. 4: análise de correlação (2008-2023)

Os fundos ativistas apresentam uma forte correlação com os mercados de ações

Correlação dos fundos ativistas com outras classes de ativos



Nota: Os índices utilizados incluem o MSCI World, S&P 500 TR, Barclays Global Aggregate Bond TR, HFRI Fund Weighted Index e HFRI Activist Index. Fonte: HFR, Bloomberg, UBS; em novembro de 2023

Ativistas e o ciclo de negócios

- Dada a contribuição significativa do beta do mercado de ações para o desempenho, o desempenho dos ativistas é normalmente muito pró-cíclico.
- As fases de recessão geralmente afetam negativamente o desempenho dos ativistas, enquanto as fases de recuperação tendem a apoiar o desempenho.
- Dito isso, os fundos ativistas mantêm a flexibilidade de mudar suas táticas dependendo do ambiente do mercado.
- No estágio inicial de uma recuperação econômica, as empresas normalmente têm um excesso significativo de caixa em seus balanços patrimoniais, e os gestores podem tentar utilizar esse dinheiro para recompras e dividendos especiais.
- À medida que a recuperação econômica amadurece, os ativistas se concentram nas empresas em que há possibilidade de mudanças estratégicas, o que poderia levar a um maior crescimento inorgânico, como, por exemplo, por meio de uma fusão ou aquisição.
- À medida que a economia desacelera e entra em recessão, eles geralmente visam as operações internas da empresa, forçando o corte de custos ou a venda de negócios não essenciais para liberar capital.

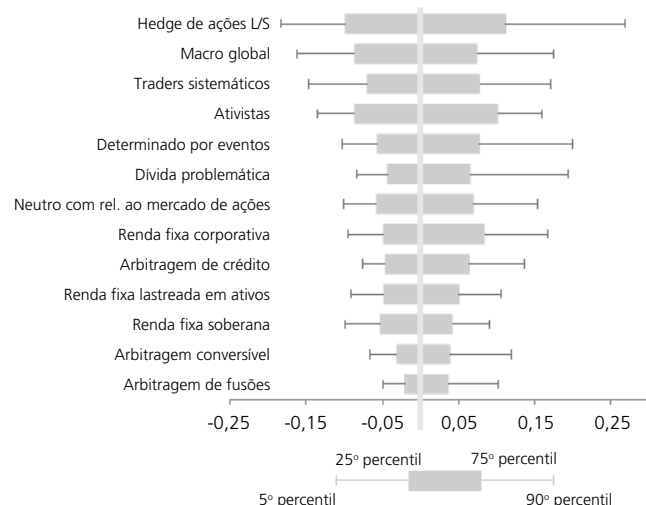
Variabilidade dos retornos entre os gestores

- A variabilidade dos retornos entre os gestores de fundos ativistas é alta em relação a outras estratégias de hedge funds.
- Um dos motivos é que os ativistas administram carteiras altamente concentradas, mantendo apenas algumas posições - geralmente, entre 10 e 30. Embora possam unir forças em determinadas campanhas, os fundos ativistas raramente mantêm carteiras semelhantes.
- Outro fator é que os ativistas ainda são um segmento bastante restrito no universo dos hedge funds, representado por apenas um número muito pequeno de fundos.
- Além disso, os fundos ativistas normalmente exigem períodos de bloqueio mais longos, de um a três anos.
- Há também um risco de reputação ao investir em um fundo ativista se campanhas agressivas contra uma empresa-alvo levarem a ações legais cobertas pela mídia.
- Outros riscos mais gerais dos hedge funds ainda podem se aplicar, inclusive a falta de transparência de alguns gestores, que poderia ser usada para mascarar fraudes e riscos operacionais, como gerenciamento de risco ou alavancagem inadequados. Esses riscos não podem ser totalmente eliminados, mas podem ser reduzidos significativamente por meio de uma due diligence completa e de processos rigorosos de investimento e monitoramento.

Fig. 5: dispersão dos retornos médios dos fundos

Em comparação com outras estratégias individuais, os ativistas apresentam uma dispersão dos retornos relativamente alta

Dispersão dos retornos médios dos fundos em relação à mediana, em %



Nota: dados desde 1990. Fonte: HFR, UBS; em novembro de 2023

Quais são os riscos?

- Dada a alta dispersão entre os fundos ativistas, a seleção do gestor é fundamental.
- O ambiente do mercado de ações pode afetar o desempenho, uma vez que os ativistas têm uma exposição bastante alta ao desempenho do mercado de ações como um todo.
- Devido ao seu modus operandi, os fundos ativistas normalmente administram uma carteira altamente concentrada.

Glossário

Definições selecionadas

- **Ação de procuração:** um acionista pode permitir que outra parte aja em seu nome, como procurador.
- **Alavancagem:** o uso de capital emprestado ou instrumentos para aumentar o possível retorno (mas também possíveis perdas) de um investimento. Um exemplo simples é uma hipoteca usada em transações imobiliárias.
- **Alfa:** o prêmio que uma carteira de investimentos lucra acima de um determinado benchmark (como o Standard & Poor's 500). Um alfa positivo indica que o investidor lucrou um prêmio sobre esse índice. Em termos de ações, um alfa positivo é visto como uma ação subvalorizada em relação a outras ações com risco sistemático semelhante. Em termos de carteiras, uma descrição da recompensa extraordinária obtida com a carteira. Quanto melhor for o gerenciamento da carteira, mais positivo será o alfa.
- **Ativistas:** um indivíduo ou grupo que compra um grande número de ações de uma empresa pública e/ou tenta obter assentos no conselho da empresa com o objetivo de efetuar uma grande mudança na empresa. Uma empresa pode se tornar alvo de investidores ativistas se for mal administrada, tiver custos excessivos, puder ser administrada de forma mais lucrativa como uma empresa privada ou tiver outro problema que o investidor ativista acredite que possa corrigir para tornar a empresa mais valiosa.
- **Beta alternativo:** anomalias recorrentes do mercado que os gestores de hedge funds exploram. Também chamados de prêmios de risco.
- **Beta:** a medida da volatilidade de uma variável dependente (ou seja, o preço da ação) em relação a uma variável independente (ou seja, um índice). Beta é a variação percentual no preço da variável dependente dada uma variação de 1% na variável independente. Ele revela se a variável dependente se move de acordo com a variável independente, sendo que um beta de 1 indica um alinhamento perfeito. O beta é uma medida de risco; quanto maior o beta, maior o risco.
- **Correlação:** o grau em que as flutuações de uma variável são semelhantes às de outra variável.
- **Determinado por eventos:** uma estratégia, adotada por gestores de hedge funds, que tenta tirar proveito de eventos como fusões e reestruturações, que podem resultar na precificação incorreta de curto prazo das ações de uma empresa. Uma estratégia determinada por eventos concentra-se na exploração da tendência de queda de preço das ações das empresas em um momento de mudança.
- **Dispersão dos retornos das ações:** a variabilidade dos retornos esperados e realizados das ações
- **Diversificação:** uma técnica de gerenciamento de risco que combina uma variedade de investimentos em uma carteira, minimizando, assim, a exposição a um único risco.
- **Estruturas de capital:** a composição da dívida de longo prazo e de curto prazo, as ações ordinárias e as ações preferenciais de uma empresa.
- **Fundo mútuo:** um veículo de investimento que reúne fundos de vários investidores para fazer investimentos em títulos de todo o universo de classes de ativos.
- **Fundos de aquisição alavancados:** uma estratégia de private equity que usa capital emprestado para assumir o controle de uma empresa.
- **Índice de Sharpe:** é a medida para calcular o retorno ajustado ao risco. É o retorno médio obtido além da taxa livre de risco por unidade de volatilidade ou risco total.
- **Média anualizada do retorno excedente:** os retornos médios de um hedge fund, que excedem o benchmark ou o índice, em média durante a vida útil do fundo.
- **Opções:** uma opção é um contrato que dá ao comprador (o proprietário ou detentor) o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um ativo ou instrumento subjacente a um preço de exercício especificado em uma data especificada ou antes dela, dependendo da forma da opção.
- **Oportunidades de arbitragem:** uma oportunidade de lucrar com as diferenças de preço em uma classe de ativos que surgem das ineficiências do mercado.
- **Pequena capitalização:** ações com uma capitalização de mercado relativamente pequena. A definição exata varia entre os corretores, mas geralmente é inferior a US\$ 2 bilhões.
- **Redução:** o declínio do pico ao vale durante um período de registro específico de um investimento, fundo ou commodity. Um drawdown é geralmente citado como a porcentagem entre o pico e o vale.
- **Reestruturação:** reestruturação é o termo de gestão corporativa para o ato de reorganizar as estruturas jurídica, de propriedade, operacionais ou outras de uma

empresa, com o objetivo de torná-la mais lucrativa ou mais bem organizada para suas necessidades atuais.

- **Retorno médio anualizado:** o retorno fornecido por um hedge fund, calculado como média para fornecer um único número. Não fornece nenhuma indicação da volatilidade do fundo.
- **Situação especial:** circunstâncias particulares envolvendo um título que obrigariam os investidores a negociar o título com base na situação especial, em vez de nos fundamentos subjacentes do título ou em alguma outra lógica de investimento. Um investimento feito devido a uma situação especial é, normalmente, uma tentativa de lucrar com uma mudança na valorização resultante da situação especial e, em geral, não é um investimento de longo prazo.
- **Volatilidade:** a taxa relativa na qual o preço de um título sobe e desce, encontrada pelo cálculo do desvio padrão anualizado da variação diária do preço.

Ativos não tradicionais

Classes de ativos não tradicionais são investimentos alternativos que incluem hedge funds, private equity, imóveis e managed futures (coletivamente, investimentos alternativos). As participações em fundos de investimento alternativos são vendidas apenas a investidores qualificados, e apenas mediante a apresentação de documentos que incluem informações sobre os riscos, desempenho e despesas dos fundos de investimento alternativos, e que os clientes devem ler atentamente antes da subscrição e retenção. Investir em um fundo de investimento alternativo é especulativo e envolve riscos significativos. Especificamente, esses investimentos (1) não são fundos mútuos e não estão sujeitos às mesmas exigências regulatórias que os fundos mútuos; (2) podem ter um desempenho volátil, e os investidores podem perder todo o seu investimento ou uma quantia substancial dele; (3) podem se envolver em alavancagem e outras práticas especulativas de investimento que podem aumentar o risco de perda do investimento; (4) são investimentos ilíquidos de longo prazo, geralmente não há mercado secundário para as participações de um fundo, e não se espera que haja nenhum; (5) as participações de fundos de investimento alternativo normalmente não terão liquidez e estarão sujeitas a restrições de transferência; (6) podem não ser obrigados a fornecer informações periódicas sobre preços ou avaliações aos investidores; (7) geralmente envolvem estratégias fiscais complexas e pode haver atrasos na distribuição de informações fiscais aos investidores; (8) estão sujeitos a altas taxas, inclusive taxas de administração e outras taxas e despesas, o que reduzirá os lucros.

As participações em fundos de investimento alternativos não são depósitos ou obrigações de, nem são garantidas ou endossadas por, qualquer banco ou outra instituição depositária segurada, e não são seguradas federalmente pela Federal Deposit Insurance Corporation, pelo Federal Reserve Board ou por qualquer outra agência governamental dos EUA. Os potenciais investidores devem entender esses riscos e ter a capacidade financeira e a disposição de aceitá-los durante um longo período de tempo antes de fazerem um investimento em um fundo de investimento alternativo e devem considerar um fundo de investimento alternativo como um complemento a um programa de investimento global.

Além dos riscos que se aplicam a investimentos alternativos em geral, listamos a seguir os riscos relacionados a um investimento nessas estratégias:

- Risco de hedge funds: existem riscos especificamente associados ao investimento em hedge funds, que podem incluir riscos associados ao investimento em vendas a descoberto, opções, ações de empresas menores, títulos especulativos ("junk bonds"), derivativos, títulos problemáticos, títulos que não são dos EUA e investimentos ilíquidos.
- Managed Futures: existem riscos especificamente associados com o investimento em programas de managed futures. Por exemplo, nem todos os gestores se concentram sempre em todas as estratégias, e estratégias de managed futures talvez tenham elementos direcionais significativos.
- Imóveis: existem riscos especificamente associados com o investimento em produtos imobiliários e fundos de investimento imobiliário. Eles envolvem riscos associados à dívida, mudanças que afetam as condições econômicas gerais ou do mercado local, alterações nas leis ou regulamentos governamentais, fiscais, imobiliários e de zoneamento, riscos associados a chamadas de capital e, para alguns produtos imobiliários, os riscos associados à capacidade de se qualificar para um tratamento preferencial sob as leis fiscais federais.
- Private equity: existem riscos especificamente associados com investimentos em private equity. As chamadas de capital podem ser feitas em um curto espaço de tempo e, se as chamadas de capital não são cumpridas, pode haver consequências negativas significativas, incluindo, entre outras, uma perda total do investimento.
- Risco associado ao câmbio/moedas estrangeiras: os investidores em títulos de emissores localizados fora dos Estados Unidos devem estar cientes de que, mesmo para títulos denominados em dólares norte-americanos, as alterações na taxa de câmbio entre o dólar norte-americano e a moeda "local" do emissor podem ter efeitos inesperados sobre o valor de mercado e a liquidez desses títulos. Esses títulos também podem ser afetados por outros riscos (mudanças políticas, econômicas ou regulatórias) dos quais os investidores nos EUA podem não estar cientes.

As opiniões de investimento do UBS Chief Investment Office (“CIO”) são preparadas e publicadas pelo negócio de Global Wealth Management do UBS Switzerland AG (regulamentado pela FINMA na Suíça) ou suas afiliadas (“UBS”), parte do UBS Group AG (“UBS Group”). O UBS Group inclui o Credit Suisse AG, suas subsidiárias, filiais e afiliadas. Os avisos adicionais pertinentes ao Credit Suisse Wealth Management são apresentados no final desta seção.

As perspectivas de investimento foram preparadas de acordo com os requisitos legais criados para promover a **independência da pesquisa de investimento**.

Pesquisa de investimento genérica – informações sobre risco:

Este folheto destina-se **exclusivamente à informação dos leitores** e não constitui oferta ou solicitação de oferta para aquisição ou venda de produtos relacionados a investimentos ou de outros produtos específicos. A análise aqui contida não constitui recomendação pessoal nem leva em consideração os objetivos de investimento, as estratégias de investimento, a situação financeira e as necessidades específicas de nenhum destinatário específico. O folheto tem por base inúmeras premissas. Diferentes premissas poderiam levar a resultados substancialmente distintos. Alguns serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais em determinadas jurisdições, não podendo ser oferecidos irrestritamente no mundo todo e/ou podem não ser elegíveis para venda a todos os investidores. Embora as informações e opiniões expressas neste documento tenham sido obtidas de fontes consideradas confiáveis e fidedignas, não se faz nenhuma garantia ou responsabilidade, implícita ou explícita, a respeito da exatidão ou totalidade das informações (exceto os avisos relacionados ao UBS). Todas as informações e opiniões, bem como quaisquer previsões, estimativas e preços de mercado indicados, são atuais na data deste relatório e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. As opiniões expressas neste documento podem diferir das opiniões expressas por outras áreas de negócios ou conglomerados do UBS ou serem contrárias a essas opiniões em virtude de utilizarem diferentes premissas e critérios.

Em hipótese alguma este documento ou qualquer informação nele contida (incluindo qualquer projeção, valor, índice ou outro valor calculado (“Valores”)) poderá ser usado para quaisquer dos seguintes propósitos (i) valorização ou contabilização; (ii) para determinar os valores devidos ou a receber, o preço ou o valor de qualquer instrumento financeiro ou contrato financeiro; ou (iii) para mensurar o desempenho de qualquer instrumento financeiro incluindo, entre outros, para fins de monitoramento do retorno ou desempenho de qualquer Valor ou de definição da alocação de ativos da carteira ou de computação de tarifas de desempenho. Ao receber este documento e as informações nele contidas, você declara e garante ao UBS que não irá usá-lo ou, de outra forma, confiará em qualquer uma das informações para qualquer um dos propósitos acima. O UBS e todos os seus diretores ou funcionários poderão ter direito, a qualquer momento, de deter posições compradas ou vendidas em instrumentos de investimento mencionados no presente documento, realizar transações que envolvam instrumentos de investimento relevantes na capacidade de principal ou agente, ou fornecer qualquer outro serviço ou ter agentes, que atuem como diretores, seja para o emissor, o próprio instrumento de investimento ou para qualquer empresa comercial ou financeiramente afiliada a esses emissores. A qualquer momento, as decisões de investimento (inclusive para comprar, vender ou reter títulos) feitas pelo UBS e seus funcionários poderão diferir das, ou serem contrárias às, opiniões expressas em publicações de pesquisa do UBS. Alguns investimentos podem não ser imediatamente realizáveis, uma vez que o mercado dos títulos é ilíquido e, portanto, pode ser difícil quantificar a valorização do investimento e a identificação do risco ao qual está exposto. O UBS baseia-se na política de barreiras de informação para controlar o fluxo de informações dentro de uma ou mais áreas do UBS, entre outras áreas, unidades, departamentos, conglomerados ou afiliadas do UBS. A negociação de futuros e opções não é adequada para todos os investidores, pois existe um risco substancial de perda e podem ocorrer perdas superiores a um investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não é garantia do seu desempenho futuro. Serão disponibilizadas informações adicionais mediante solicitação. Alguns investimentos podem estar sujeitos a quedas súbitas e fortes de valor, e na liquidação, o investidor poderá receber menos do que investiu ou poderá ter de pagar mais. As alterações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso no preço, valor ou rendimento de um investimento. Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório poderão interagir com a equipe da mesa de operações, a equipe de vendas e outros participantes a fim de reunir, sintetizar e interpretar informações do mercado.

Diferentes áreas, grupos e pessoas dentro do UBS Group poderão produzir e distribuir produtos de pesquisa separados **independentes entre si**. Por exemplo, as publicações de pesquisa do **CIO** são produzidas pelo UBS Global Wealth Management. A **UBS Global Research** é produzida pelo UBS Investment Bank. **As metodologias de pesquisa e sistemas de classificação de cada organização de pesquisa separada podem diferir**, por exemplo, em termos de recomendações de investimento, horizonte de investimento, premissas de modelo e métodos de valorização. Como consequência, exceto no caso de determinadas projeções econômicas (para as quais a UBS Global Research poderá colaborar), recomendações de investimento, classificações, metas de preços e valorizações fornecidas por cada uma das organizações de pesquisa separadas poderão ser diferentes ou inconsistentes. Você deverá consultar cada produto de pesquisa relevante para obter os detalhes das suas metodologias e do sistema de classificação. Nem todos os clientes podem ter acesso a todos os produtos de todas as organizações. Cada produto de pesquisa está sujeito às políticas e procedimentos da organização que o produz.

A remuneração do(s) analista(s) que preparou(prepararam) este relatório é determinada exclusivamente pela gerência da área de pesquisa e pela gerência sênior (não incluindo serviços de banco de Investimento). A remuneração dos analistas não é baseada em atividades bancárias de investimento, vendas e negociações ou de receitas de negociações de principal. No entanto, a remuneração poderá se relacionar às receitas do UBS Group como um todo, das quais atividades bancárias de investimento, vendas e negociações e negociações de principal fazem parte. O tratamento fiscal depende das circunstâncias individuais e pode estar sujeito a alterações no futuro. O UBS não presta aconselhamento jurídico ou fiscal e não faz declarações quanto ao tratamento fiscal dos ativos ou retorno de investimento dos mesmos, tanto em geral como com referência às circunstâncias e necessidades específicas do cliente. Este folheto não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada um dos nossos clientes. Por este motivo, o UBS recomenda que você consulte um assessor financeiro e/ou fiscal com relação às possíveis implicações (incluindo questões fiscais) de investir em qualquer um dos produtos apresentados no presente documento.

É proibida a reprodução ou cópia deste material sem a autorização prévia do UBS. Exceto se acordado de outro modo por escrito, o UBS proíbe expressamente a distribuição ou transmissão deste material a terceiros por qualquer motivo. O UBS não aceita responsabilidade de qualquer natureza por qualquer reclamação ou ação judicial apresentada por terceiros decorrente do uso ou distribuição do presente material. Este relatório deverá ser distribuído somente nas circunstâncias permitidas pela lei vigente. Para obter informações sobre as maneiras pelas quais o CIO gerencia conflitos e mantém a independência de suas visões de investimento e oferta de publicações, além de metodologias de pesquisa e classificação, acesse

www.ubs.com/research-methodology. Informações adicionais sobre os autores relevantes desta publicação e outras publicações do CIO mencionadas neste relatório, bem como cópias de quaisquer relatórios anteriores sobre este tema, estão disponíveis mediante solicitação do consultor do cliente.

Informações importantes sobre estratégias de investimento sustentável: As estratégias de investimento sustentável buscam considerar e incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no seu processo de investimento e construção de carteiras. Estratégias em diferentes regiões abordam a análise ESG e incorporam os resultados de diversas formas. A incorporação de fatores ESG ou considerações de investimento sustentável podem inibir a capacidade do UBS de participar ou aconselhar sobre determinadas oportunidades de investimento que, de outra forma, seriam consistentes com os objetivos de investimento do cliente. Os retornos em uma carteira que incorpora fatores ESG ou considerações de investimento sustentável podem ser mais baixos ou mais altos do que nas carteiras nos quais os fatores ESG, exclusões ou outras questões de sustentabilidade não são considerados pelo UBS, e as oportunidades de investimento disponíveis para essas carteiras podem diferir.

Gestores de ativos externos/consultores financeiros externos: Caso esta pesquisa ou publicação seja fornecida a um gestor de ativos externo ou um consultor financeiro externo, o UBS proíbe expressamente que ela seja redistribuída pelo gestor de ativos externo ou o consultor financeiro externo e que seja disponibilizada para seus clientes e/ou terceiros.

EUA: distribuído para cidadãos dos EUA apenas pelo UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, subsidiárias da UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Aseores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS são afiliadas da UBS AG. **O UBS Financial Services Inc. assume a responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por outra filial não americana ao distribuir relatórios a cidadãos americanos. Todas as transações efetuadas por um cidadão americano sobre títulos mencionados neste relatório deverão ser realizadas por intermédio de um corretor americano registrado e afiliado do UBS, não por intermédio de uma filial fora dos EUA. O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade de valores mobiliários ou de investimento nos Estados Unidos ou em outro lugar. O UBS Financial Services Inc. não está agindo como consultor municipal perante nenhuma entidade municipal ou pessoa obrigada no âmbito do significado disposto na seção 15B da Lei dos Títulos e Valores Mobiliários (a "Regra Municipal do Consultor"), e as opiniões ou visões aqui contidas não são destinadas, e não constituem, aconselhamento no âmbito do significado da Regra Municipal do Consultor**

Para obter informações sobre o país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou peça ao seu consultor de cliente a isenção de responsabilidade completa.

Isenção de responsabilidade adicional pertinente ao Credit Suisse Wealth Management

Você recebe este documento na qualidade de cliente do Credit Suisse Wealth Management. Os seus dados pessoais serão processados em conformidade com a declaração de privacidade do Credit Suisse, que pode ser acessada em seu domicílio no site do Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Para fornecer a você materiais de marketing relativos aos nossos produtos e serviços, o UBS Group AG e as suas subsidiárias podem processar os seus dados pessoais básicos (ou seja, dados de contato como nome e e-mail) até que você nos notifique de que não deseja mais recebê-los. Você pode optar por deixar de receber esses materiais a qualquer momento informando o seu gestor de relacionamento.

Exceto quando especificado de outra forma neste documento e/ou dependendo da entidade local do Credit Suisse da qual você está recebendo este relatório, este documento é distribuído pelo Credit Suisse AG, autorizado e regulamentado pela Autoridade Suíça de Supervisão do Mercado Financeiro (FINMA). O Credit Suisse AG é uma empresa do UBS Group.

Versão D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. O símbolo das chaves e UBS são uma das marcas registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.