

Crédito privado

Uma introdução ao crédito privado

Jennifer Liu, Estrategista de Mercados Privados, UBS Financial Services Inc (UBS FS); Daniel J. Scansaroli, Chefe de Estratégia de Portfólio e UBS Wealth Way Solutions, CIO Américas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Christopher Buckley, Estrategista de Portfólio, CIO Américas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS).

- Crédito privado é um tipo de financiamento de dívida fornecido por credores não bancários que não é emitido ou negociado em um mercado aberto.
- Estratégias de crédito privado, como empréstimos diretos, podem oferecer uma opção atraente para investidores que buscam gerar rendimentos mais elevados e diversificar seu portfólio em relação aos investimentos tradicionais de renda fixa.
- Os empréstimos diretos tendem a proporcionar perfis de risco-retorno mais conservadores do que os empréstimos alavancados e os títulos de alto rendimento.
- Para os investidores dispostos a imobilizar capital e a comprometer-se por um período prolongado, o empréstimo direto oferece acesso a uma classe de ativos com um atrativo aumento de rendimento e mitigação de riscos.



Fonte: Getty Images

O que é crédito privado?

Crédito privado é um tipo de financiamento de dívida fornecido por credores não-bancários que não é emitido ou negociado no mercado aberto. As empresas, geralmente de pequeno e médio porte, que muitas vezes não podem ou decidem não acessar os mercados públicos para financiamento de dívida, recorrem aos mercados privados. Em uma estrutura de capital, o crédito privado funciona como a dívida pública, situando-se abaixo do capital próprio (Fig. 1). Ao contrário das estratégias de crédito público (ex.: dívida de grau de investimento de alto rendimento ou títulos do Tesouro), a maioria dos investimentos de crédito privado é oferecida através de um fundo privado ou através de uma empresa de desenvolvimento de negócios (BDC) (veja **Glossário de termos**). Algumas estratégias de crédito privado têm como foco gerar altos rendimentos em comparação com o que está disponível nos mercados públicos de crédito. Outras estratégias têm como foco a valorização do ativo subjacente garantido pelo crédito.

Os principais tipos de crédito privado são empréstimos diretos, dívida mezanino, dívida de risco, dívida oportunista/em dificuldade e financiamento especializado:

- Empréstimo direto ou dívida sênior envolve empréstimos feitos diretamente pelo credor a uma empresa em suporte ao crescimento, aquisições ou necessidades de refinanciamento. Esses empréstimos normalmente ocupam uma posição sênior na estrutura de capital, cobertos por garantias e oferecem cupons de taxas flutuantes.

Figura 1: Pilha de capital ilustrativa

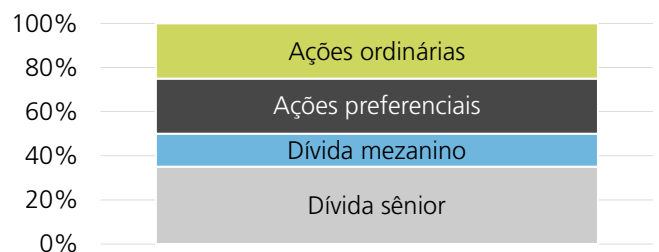


Figura 2: Principais tipos de crédito privado

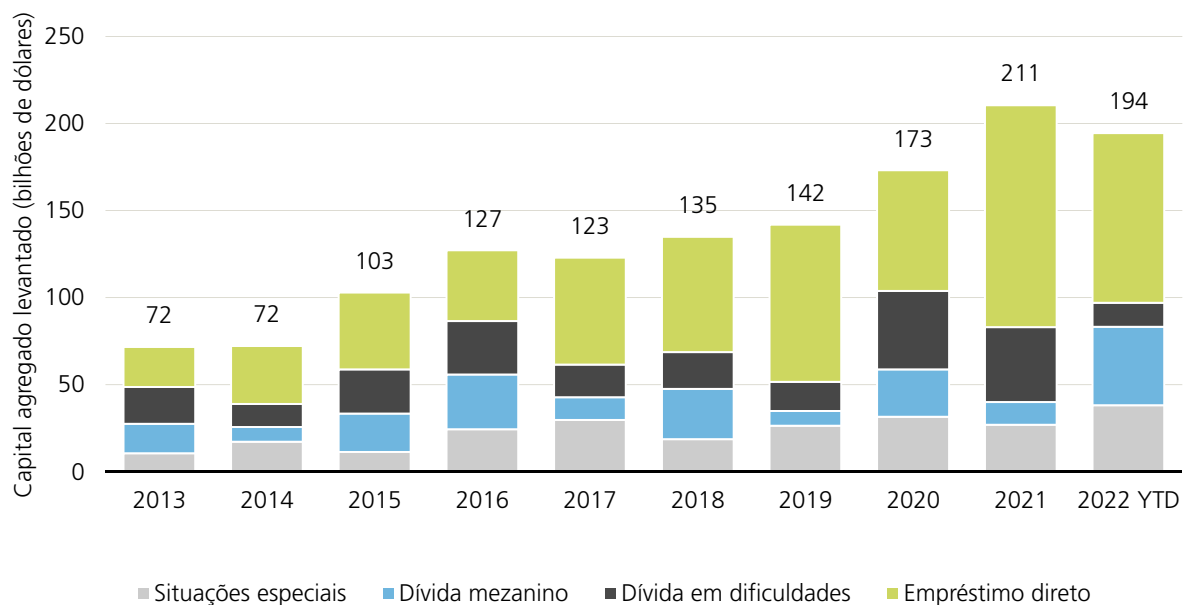


- Dívida mezanino é uma dívida subordinada que fica entre a dívida sênior e títulos, geralmente com instrumentos de títulos embutidos para criar vantagens. Acarreta mais riscos, mas oferece retornos potenciais mais elevados.
- Dívidas de risco são empréstimos a empresas apoiadas por capital de risco feitos por um financiador especializado para financiar capital de giro ou despesas de capital. A dívida de risco combina empréstimos com garantias ou outros mecanismos de compra de títulos para compensar o risco mais elevado do empréstimo (Fig. 4: Análise de risco/retorno de crédito privado)
- Estratégias oportunistas/em dificuldades investem em empresas com problemas financeiros com um desconto, geralmente no mercado secundário. Apresenta o maior potencial de risco e retorno com base em uma reestruturação bem-sucedida da empresa. O financiamento especializado tem como foco estratégias de nicho, visando setores que necessitam de conhecimentos especializados, tais como royalties musicais, financiamento da aviação, empréstimos inadimplentes, entre outros.

Dentro destas categorias, os investimentos de crédito privado podem ser ainda mais diferenciados e especializados. Por exemplo, outros investimentos incluem CLO, CRE, RMBS ou ABS de consumidor, entre muitas outras subcategorias especializadas. Os gestores podem optar por ser ainda mais especializados e investir apenas em CLOs de títulos ou apenas em CLOs de dívida.

O crédito privado ganhou destaque nos últimos anos. A crise financeira global levou a novas regulamentações bancárias que restringiram os empréstimos por parte dos bancos e abriram espaço para a intervenção de credores não bancários. Ao mesmo tempo, as taxas de juros caíram para mínimos históricos, levando os investidores a procurar rendimentos mais elevados no crédito privado. Como resultado, os ativos sob gestão nas estratégias de dívida privada cresceram rapidamente, particularmente nos empréstimos diretos (Fig. 3). Como empréstimos diretos constituem a maior parte dos AUM, este documento terá como foco essa estratégia.

Figura 3: Captação de crédito privado



Fonte: Preqin, UBS, em 30 de setembro de 2022

Por que investir em empréstimos diretos?

Os empréstimos diretos oferecem vários benefícios aos investidores em comparação com a renda fixa tradicional. Em primeiro lugar, os empréstimos diretos geralmente são de natureza flutuante e, portanto, podem ser mais atrativos quando as taxas de juros estão subindo. Em segundo lugar, a natureza privada dos empréstimos diretos e as avaliações trimestrais de marcação a mercado tendem a reduzir a volatilidade dos preços quando comparadas com empréstimos alavancados negociados ou com renda fixa tradicional. Para os investidores, pode proporcionar retornos melhores e mais estáveis em um mercado altamente volátil.

Como investir?

Os investidores podem acessar estratégias de empréstimos diretos privados através de fundos tradicionais de aporte (drawdown) e de bloqueio ou através de BDC (negociados publicamente ou privados). Os investidores devem estar cientes das diferentes estruturas de taxas e perfis de liquidez do veículo que escolherem.

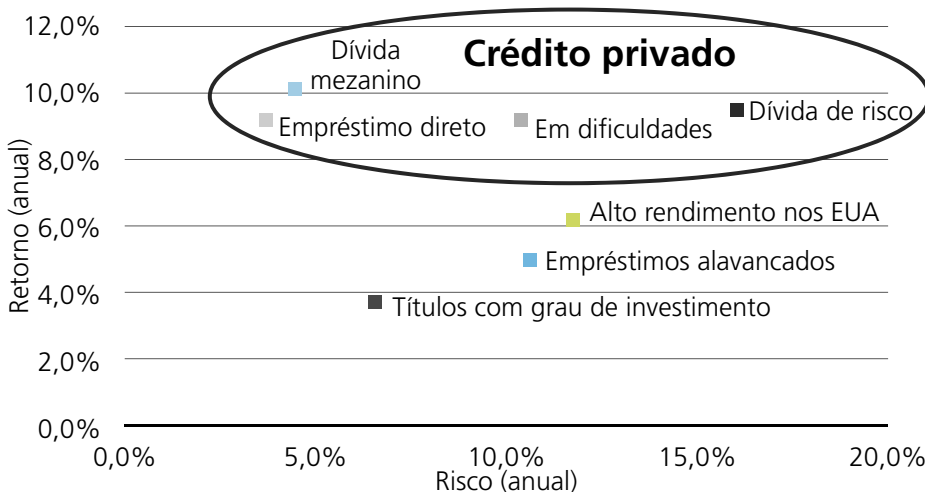
Comparação entre público e privado

Os empréstimos diretos diferem dos empréstimos alavancados amplamente sindicalizados de várias maneiras. Os empréstimos diretos são negociados de forma privada entre um mutuário e um credor, proporcionando mais flexibilidade na estruturação de termos, como covenants (consulte a barra lateral "O que são covenants de dívida"). Isso permite que o credor adapte o empréstimo

às necessidades e riscos específicos do mutuário. Em contraste, os empréstimos alavancados são sindicalizados por subscritores a um amplo grupo de investidores institucionais. O subscritor estrutura os termos do empréstimo. Os empréstimos diretos privados normalmente têm entre um e seis credores e não acarretam risco de sindicalização ou risco de que os subscritores não consigam vender o empréstimo com sucesso a vários credores. Um empréstimo sindicalizado pode ter dezenas ou até 200 credores em uma única transação. Os empréstimos diretos muitas vezes não necessitam de classificações de crédito de agências como Moody's ou S&P. Em vez disso, o credor precisaria realizar a devida diligência nas finanças da empresa. Os empréstimos diretos tendem a ter índices de empréstimo-valor mais baixos, índices de cobertura de serviço da dívida mais altos e cláusulas mais fortes. Embora os termos possam variar drasticamente de um empréstimo para outro, os investidores devem estar cientes dessas diferenças.

Por causa da natureza negociada privadamente dos empréstimos diretos, eles podem ter prazos de subscrição e fechamento mais rápidos em comparação com empréstimos amplamente sindicalizados, e certeza de conclusão, ao que os mutuários dão mais ênfase em tempos voláteis. Por último, os empréstimos diretos privados frequentemente são instrumentos da taxa flutuante, o que os torna menos sensíveis às taxas de juros em comparação com títulos de taxa fixa, que podem perder valor à medida que as taxas de juro sobem.

Fig. 4: Análise de risco/retorno de crédito privado

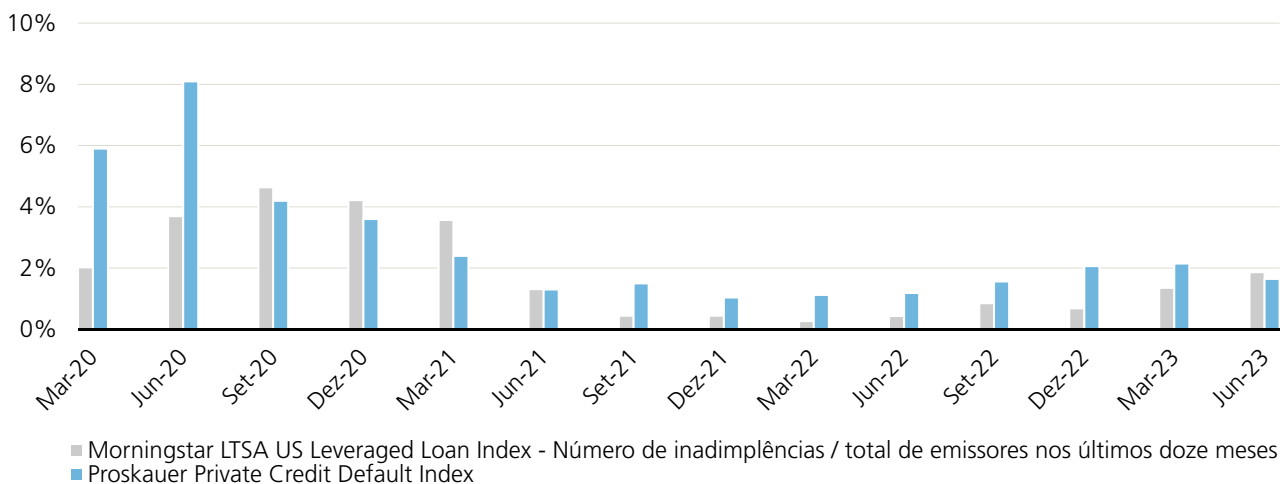


Fonte: Cliffwater Direct Lending Index, Morningstar Direct, Cambridge Associates, análise do PitchBook desde o início, em 31 de março de 2023.

O que são covenants de dívida?

Covenants de dívida são acordos entre o credor e o mutuário. Eles são projetados para proteger os interesses do credor, garantindo que o mutuário permaneça suficientemente estável do ponto de vista financeiro para pagar a dívida. Os covenants de dívida comuns incluem:

- Manutenção de certos índices financeiros – Exige que o mutuário mantenha certas métricas financeiras, como índice de alavancagem (dívida/EBITDA), índice de cobertura de juros (EBITDA/despesas com juros) abaixo/acima de um limite
- Restrições a dívidas adicionais – Evita que o mutuário assuma dívidas adicionais que tornariam mais difícil o reembolso do empréstimo existente
- Reservas de dinheiro/ativos de proteção – Requer certa quantia de dinheiro/garantia em mãos

Fig. 5: Índice padrão público versus privado

Fonte: Pitchbook LSTA, Proskauer, em 30 de junho de 2023.

Benefícios e riscos

Os benefícios do empréstimo direto incluem a estrutura de taxa flutuante que ajuda a mitigar o risco da taxa de juros, já que o cupom pago pelo mutuário é redefinido periodicamente com base no spread sobre um índice de referência flutuante como a Taxa de Financiamento Garantida Overnight (SOFR). Isto protege os investidores se as taxas de juros subirem (Fig. 8). Mas as taxas de juros mais altas também exercem mais pressão sobre a capacidade de a empresa pagar o empréstimo ou refinar a dívida.

Os empréstimos diretos normalmente são cobertos por garantias que podem fornecer proteção contra perdas em caso de inadimplência. Esses ativos podem incluir bens, equipamentos e propriedade intelectual. Já que os empréstimos diretos são negociados diretamente com a empresa, os gestores de dívidas privadas têm outros elementos que podem utilizar para aumentar a flexibilidade para o pagamento, tais como pagamento em espécie (PIK), trocas de dívida por títulos, injeção de capital de patrocinadores ou outras negociações com a empresa para evitar inadimplência. Além disso, como os empréstimos diretos privados são concedidos a menos mutuantes em comparação com os empréstimos sindicalizados. Isto pode ajudar a contribuir para soluções mais rápidas e eficientes e para recuperações potencialmente maiores.

Historicamente, os empréstimos diretos tendem a ter inadimplências mais elevadas do que os empréstimos alavancados, mas geralmente permanecem inferiores aos da dívida subordinada. Durante a COVID-19, as inadimplências de empréstimos diretos atingiram um pico de 8%, em comparação com 10% dos títulos de alto rendimento dos EUA. Os investidores devem observar que as taxas de inadimplência representam metade da história do risco de crédito, também vale a pena analisar as taxas de recuperação.

Como a maioria dos acordos de empréstimo direto são dívidas seniores com garantia de primeira grau, podemos analisar dados públicos históricos para tentar avaliar as taxas de recuperação (Fig. 6). Historicamente, a taxa média de recuperação de empréstimos de primeira grau é de aproximadamente 70%, que é onde se concentra a maior parte dos empréstimos diretos. Por outro lado, a taxa média de recuperação de empréstimos garantidos seniores foi de 55%. Dados recentes do BAML mostram que as taxas de recuperação de empréstimos alavancados no acumulado do ano até maio de 2023 apresentaram tendências entre 66% e 70%. Uma vez que os empréstimos diretos também podem ser respaldados por patrocinadores de empresas de capital privado, isto pode proporcionar outra camada de devida diligência, supervisão da empresa em carteira e incentivos para evitar a inadimplência.

O maior desafio para investir em empréstimos diretos é o risco de iliquidez. Empréstimos diretos normalmente são estruturados com prazos de 5 a 7 anos, mantendo bloqueado o capital do investidor durante esse período. Empréstimos diretos também não estão imunes a crises econômicas. Se as taxas mais elevadas persistirem e houver uma recessão prolongada, as inadimplências e as perdas cumulativas poderiam aumentar, e os investidores poderiam se encontrar em um ambiente de menos liquidez para a saída.

Como os empréstimos diretos não são negociados publicamente, apresentam menor volatilidade em comparação com empréstimos mais líquidos. Por outro lado, a transparência dos dados muitas vezes é difícil de conseguir. Os valores de mercado dos investimentos são determinados por metodologias de avaliação do gestor, semelhantes aos do private equity. Os gestores recorrem frequentemente a empresas de avaliação terceirizadas para realizar as avaliações, o que pode proporcionar uma camada adicional de confiabilidade.

Fig. 6: Taxas de recuperação por tipo de instrumento (1987-2020)

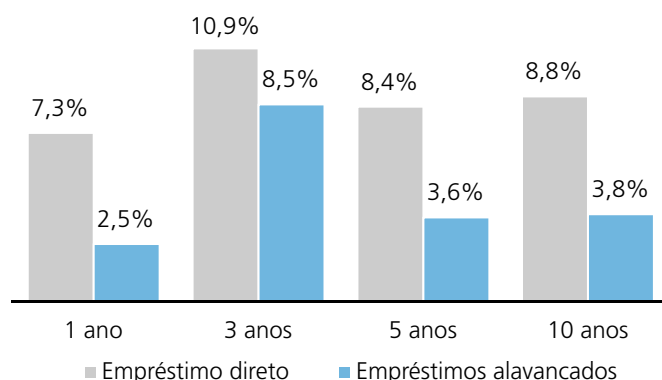
Tipo de instrumento	Taxa de recuperação ponderada em dólar
Empréstimos a prazo (primeira garantia)	70,7
Empréstimos a prazo (segunda garantia e sem garantia)	53,5
Títulos garantidos seniores	54,5
Títulos seniores sem garantia	42,2

Fonte: S&P, UBS.

Desempenho

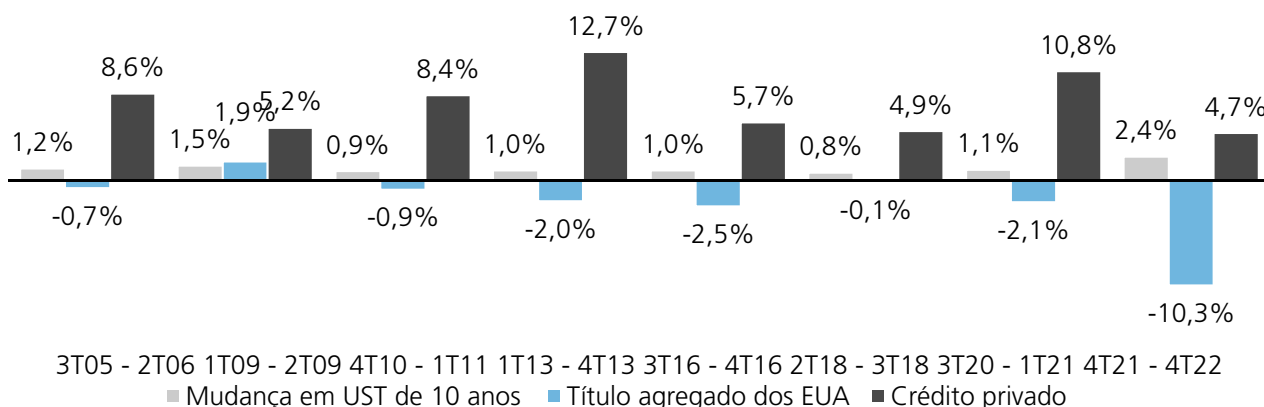
Os empréstimos diretos, medidos pelo Cliffwater Direct Lending Index, superaram os empréstimos alavancados nos últimos 10 anos em 5-6% (Fig. 7). Mas os investidores devem levar em conta o ambiente de taxas de juros baixas durante esse período. Conforme mencionado anteriormente, os mutuários estão dispostos a pagar um prêmio pela certeza da execução, personalização e acessibilidade que o empréstimo direto privado oferece. Os retornos dos empréstimos diretos provêm de vários componentes. O principal fator é o spread de crédito em relação à taxa de referência, como a SOFR. Os spreads normalmente variam de 500 a 600 pontos base sobre a SOFR. Em comparação, os spreads de empréstimos alavancados variam entre 400 e 550 pontos base sobre os títulos do Tesouro dos EUA a 3 anos. Os empréstimos diretos frequentemente também têm limites mínimos de taxas de juro, então mesmo que as taxas de referência reais caiam, existe um rendimento mínimo, proporcionando alguma proteção de spread em um ambiente de taxas em declínio. A taxa interna de retorno líquida (IRR) desejada em empréstimos diretos normalmente se encontra na faixa de 6-10%, embora no ambiente atual de altas taxas de juros, com SOFR em torno de 5%, alguns gestores estejam subscrevendo uma faixa de 12%-15%.

Fig. 7: Retorno total anualizado de empréstimos diretos vs. empréstimos alavancados



Fonte: Cliffwater Direct Lending Index, Morningstar Direct, UBS. Em 31 de março de 2023.

Fig. 8: Retornos de crédito privado em ambientes de taxas em ascensão



Fonte: Factset, Morningstar Direct, Cliffwater Direct Lending Index. Em 31 de março de 2023.

Principais conclusões

Estratégias de crédito privado, como empréstimos diretos, podem oferecer uma opção atraente para investidores que buscam gerar rendimentos mais elevados e diversificar seu portfólio em relação aos investimentos tradicionais de renda fixa. Mas a natureza ilíquida introduz riscos que devem ser devidamente avaliados e administrados de acordo com as necessidades de fluxo de caixa do indivíduo. Empréstimos diretos tendem a proporcionar perfis de risco-retorno mais conservadores do que os empréstimos alavancados e os títulos de alto rendimento. Embora ocorram inadimplências,

a estrutura segura dos empréstimos diretos ajuda a proteger o capital. As estratégias de empréstimo direto protegeram os investidores contra o aumento de taxas por causa da sua natureza de taxa flutuante, ao passo que os títulos sofreram quedas semelhantes às das ações. Para os investidores dispostos a imobilizar capital e a comprometer-se por um período prolongado, o empréstimo direto oferece acesso a uma classe de ativos com um melhor aumento de rendimento e mitigação de riscos.

Glossário de termos

ABS – Títulos garantidos por ativos (Asset backed securities). ABS de consumidor são empréstimos garantidos por juros pagos de ativos financeiros pessoais, como empréstimos estudantis, contas a receber de cartão de crédito e empréstimos para automóveis.

BDC – Empresa de desenvolvimento de negócios (Business development company). Uma empresa de investimento fechada que foi criada pelo Congresso em 1980 como veículo para impulsionar o capital de crescimento para pequenas empresas nos EUA. BDCs agregam capital de investidores individuais e emprestam esse capital em grande parte a empresas privadas do mercado médio dos EUA para ajudá-las a operar e crescer. A maioria das estratégias de BDC tem como foco o crédito e envolve empréstimos diretos. Normalmente, visam gerar receitas de juros atraentes provenientes de empréstimos originados a empresas de médio porte dos EUA. Algumas BDCs podem optar por focar seus investimentos em um setor específico, como tecnologia ou saúde, enquanto outras decidem diversificar as suas participações investindo em múltiplos setores de mercado.

Uma BDC pode ser estruturada de três formas diferentes, dependendo da sua estratégia de captação de capital:

- Listada
- Não listada
- Privada

As ações de BDCs listadas são registradas na SEC e são o tipo mais popular de BDC. Como um tipo de fundo de investimento fechado, a BDC levanta capital dentro de um período discreto de captação de recursos e depois prossegue para a IPO, o que significa que suas ações serão negociadas publicamente na bolsa. Possui um ticker e oferece negociação intradiária e liquidez onde os investidores podem comprar e vender ativamente ações. Como estão listadas em uma bolsa, essas BDCs são mais voláteis do que as BDCs não listadas e oferecidas de forma privada. Além disso, têm um ciclo de vida infinito e podem operar indefinidamente.

As BDCs não listadas, comumente conhecidas como BDCs não negociadas, não são negociadas na bolsa e têm uma estrutura muito menos líquida em comparação com as BDCs listadas. Uma BDC não listada geralmente oferece um programa de recompra de ações em que um número limitado de ações pode ser recomprado periodicamente pelo NAV, ou valor patrimonial líquido. As recompras podem estar sujeitas a restrições significativas.

As ações das BDCs privadas não são registradas na SEC nem são listadas em bolsa. As ações da BDC são vendidas por meio de colocação privada com liquidez mínima. Geralmente têm uma estrutura de compromisso de capital e saque semelhante à dos fundos de private equity. Na maioria dos casos, este tipo de BDC terá um evento de liquidez planejado em 5 a 7 anos após o encerramento do fundo, tal como um IPO ou o encerramento da sua estrutura através de liquidação.

CLO – Obrigação de empréstimo garantida (Collateralized loan obligation). Um tipo de produto de crédito garantido por um conjunto de empréstimos.

CRE – Imóveis comerciais (Commercial real estate). Os empréstimos imobiliários comerciais são garantidos por propriedades comerciais.

Fundo de aporte – Um tipo de investimento em que o capital é retirado ou solicitado aos investidores conforme necessário para fazer investimentos, em vez de todo o capital ser recolhido antecipadamente

Ilíquido – O termo usado para descrever um ativo que não pode ser vendido rapidamente no mercado sem incorrer em uma perda substancial.

IRR – Taxa interna de retorno (Internal rate of return). A IRR é uma medida do desempenho do investimento privado. IRRs são determinadas pelo valor e pelo momento das entradas e saídas de caixa, bem como pelo valor residual dos investimentos no final do período de mensuração. IRR é a taxa de desconto que iguala a zero o valor presente líquido de uma série de fluxos de caixa. Uma IRR permite aos investidores medir o desempenho de uma série de fluxos de caixa positivos e negativos periódicos e irregulares e é especialmente relevante no contexto do investimento em capital privado, porque o capital é retirado e investido ao longo do tempo.

Bloqueio – Um período de tempo durante o qual os investidores não podem resgatar o capital investido. Por exemplo, investimentos alternativos ilíquidos, como capital de risco, capital privado e fundos imobiliários normalmente têm períodos de bloqueio antes do retorno total do capital e dos lucros aos investidores.

RMBS – Títulos garantidos por hipotecas residenciais (Residential mortgage-backed securities). RMBS são empréstimos garantidos pelos juros pagos sobre empréstimos residenciais.

Mercado secundário – Um mercado para a venda de investimentos privados existentes antes da sua maturidade declarada. Tradicionalmente, o mercado secundário tem tido como foco os interesses de parceria em fundos de private equity. Certos fundos secundários têm como foco exclusivamente a compra de ativos secundários, muitas vezes com descontos em relação ao último valor patrimonial líquido reportado.

Ativos não tradicionais

As classes de ativos não tradicionais são investimentos alternativos que incluem fundos de hedge, private equity, imóveis e futuros negociados (coletivamente, investimentos alternativos). Participações em fundos de investimento alternativos são vendidas somente a investidores qualificados, e somente por meio de documentos que incluem informações sobre os riscos, desempenho e despesas dos fundos de investimento alternativos, e os clientes são aconselhados a ler o material cuidadosamente antes de subscrever e reter. O investimento 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 ou uma parte substancial de seu investimento; (3) podem se envolver em alavancagem e outras práticas de investimento especulativo que podem aumentar o risco de perda do investimento; (4) são investimentos de longo prazo, ilíquidos, geralmente não há mercado secundário para as participações de um fundo e não se espera que nenhum se desenvolva; (5) os interesses de fundos de investimento alternativos normalmente serão ilíquidos e sujeitos a restrições de transferência; (6) podem não ser obrigados a fornecer preços periódicos ou informações de avaliação 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, incluindo taxas de administração e outras taxas e despesas, tudo isso reduzirá os lucros.

Participações em fundos de investimento alternativos não são depósitos, obrigações, garantidos ou endossados por qualquer banco ou outra instituição depositária segurada e não são segurados federalmente pelo Federal Deposit Insurance Corporation, pelo Federal Reserve Board ou por qualquer outra agência governamental. Os potenciais investidores devem compreender esses riscos e ter a capacidade financeira e a disposição de aceitá-los por um longo período antes de fazer um investimento em um fundo de investimento alternativo e devem considerar esse fundo como um complemento a um programa de investimento global.

Além dos riscos que se aplicam aos investimentos alternativos em geral, estes são os riscos adicionais relacionados a um investimento nestas estratégias:

- Risco dos fundos de hedge: Existem riscos associados especificamente ao investimento em fundos de hedge, que podem incluir riscos associados ao investimento em vendas a descoberto, opções, ações de pequeno porte, "junk bonds", derivativos, títulos em dificuldades, títulos não norte-americanos e investimentos ilíquidos.
- Futuros negociados: Existem riscos associados especificamente ao investimento em programas de futuros negociados. Por exemplo, nem todos os gestores se concentram em todas as estratégias em todos os momentos e as estratégias de futuros negociados podem ter elementos direcionais significativos.
- Imóveis: Existem riscos associados especificamente ao investimento em produtos imobiliários e em fundos imobiliários. Eles envolvem riscos associados à dívida, mudanças adversas nas condições gerais econômicas ou do mercado local, mudanças 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 tratamento favorável sob as leis fiscais federais.
- Private equity: Existem riscos associados especificamente ao investimento em private equity. As chamadas de capital podem ser feitas com pouca antecedência e o não atendimento de chamadas de capital pode resultar em consequências adversas significativas, incluindo, mas não limitadas a uma perda total de investimento.
- Risco cambial/de moeda estrangeira: Os investidores em títulos de emissores localizados fora dos Estados Unidos devem estar cientes de que, mesmo para títulos denominados em dólares americanos, mudanças na taxa de câmbio entre o dólar americano e a moeda "de origem" do emissor podem ter efeitos inesperados sobre o valor de mercado e a liquidez desses valores mobiliários. Esses valores mobiliários também podem ser afetados por outros riscos (tais como mudanças políticas, econômicas ou regulamentares) que podem não ser facilmente conhecidos por um investidor dos EUA.

Apêndice

As opiniões de investimento do UBS Chief Investment Office (“CIO”) são preparadas e publicadas pela empresa Global Wealth Management do UBS Switzerland AG (regulado pela FINMA na Suíça) ou por suas afiliadas (“UBS”), parte do UBS Group AG (“UBS Group”). O Grupo UBS inclui o Credit Suisse AG, suas subsidiárias, filiais e afiliadas.

As opiniões de investimento foram preparadas de acordo com os requisitos legais destinados a promover a **independência da pesquisa de investimento**.

Pesquisa de investimentos genérica – Informações sobre riscos:

Esta publicação tem **apenas fins informativos** e não constitui uma oferta ou uma solicitação de oferta para comprar ou vender qualquer investimento ou outro produto específico. A análise aqui contida não constitui uma recomendação pessoal nem leva em conta os objetivos de investimento específicos, estratégias de investimento, situação financeira e necessidades de qualquer destinatário específico. É fundamentada em várias suposições. Suposições diferentes podem acarretar resultados significativamente diferentes. Certos serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais e não podem ser oferecidos em todo o mundo de forma irrestrita e/ou podem não estar qualificados para venda a todos os investidores. Todas as informações e opiniões expressas neste documento foram obtidas a partir de fontes consideradas confiáveis e de boa fé, mas nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é feita quanto à sua exatidão ou integralidade (além daquelas relacionadas às divulgações relacionadas ao UBS). Todas as informações e opiniões, bem como quaisquer projeções, estimativas e preços de mercado indicados são atuais na data deste relatório, e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. As opiniões aqui expressas podem diferir ou ser contrárias às expressas por outras áreas de negócios ou divisões do UBS como resultado do uso de diferentes premissas e/ou critérios.

Em nenhuma circunstância este documento ou qualquer uma das informações (incluindo qualquer previsão, valor, índice ou outro valor calculado (“Valores”)) pode ser usado para qualquer um dos seguintes propósitos (i) avaliação ou finalidades contábeis; (ii) determinação dos valores devidos ou a pagar, o preço ou o valor de qualquer instrumento financeiro ou contrato financeiro; ou (iii) medição do desempenho de qualquer instrumento financeiro, incluindo, entre outros, para a finalidade de acompanhar o retorno ou desempenho de qualquer Valor ou de definir a alocação de ativos da carteira ou de computar taxas de desempenho. Ao receber este documento e as informações, você declara e garante ao UBS que não usará este documento nem dependerá de qualquer informação aqui contida para qualquer um dos propósitos acima. O UBS e quaisquer de seus diretores ou funcionários podem ter o direito, a qualquer momento, de deter posições de curto ou longo prazo em instrumentos de investimento referidos neste documento, realizar transações envolvendo instrumentos de investimento relevantes na capacidade de representado ou agente ou prestar quaisquer outros serviços ou ter funcionários que atuem como diretores, seja de/para o emitente, o próprio instrumento de investimento ou de/para qualquer empresa comercial ou financeiramente afiliada a tais emitentes. A qualquer momento, as decisões de investimento (inclusive se comprar, vender ou reter valores mobiliários) tomadas pelo UBS e seus funcionários podem diferir ou ser contrárias às opiniões expressas nas publicações de pesquisa do UBS. Alguns investimentos podem não ser prontamente realizáveis, uma vez que o mercado de títulos é ilíquido e, portanto, avaliar o investimento e identificar o risco a que você está exposto pode ser difícil de quantificar. O UBS conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do UBS, em outras áreas, unidades, divisões ou filiais do UBS. O trading de futuros e opções não é adequado para todos os investidores, pois há um risco substancial de perda, e podem ocorrer perdas superiores a um investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não representa garantia de desempenho futuro. Informações adicionais serão disponibilizadas mediante solicitação. Alguns investimentos podem estar sujeitos a quedas bruscas e grandes de valor e, na realização, você pode receber de volta menos do que investiu ou pode ser obrigado a pagar mais. Oscilações nas taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou rendimento de um investimento. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório podem interagir com pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outras instâncias com o objetivo de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado.

Diferentes áreas, grupos e pessoal do Grupo UBS podem produzir e distribuir produtos de pesquisa separados **independentes um do outro**. Por exemplo, publicações de pesquisa de CIO são produzidas pela UBS Global Wealth Management. **A UBS Global Research** é produzida pelo UBS Investment Bank. **A Credit Suisse Global CIO Office Research** é produzida pela Credit Suisse Wealth Management. **A Credit Suisse Securities Research** é produzida pelo Credit Suisse, operando sob sua função da Pesquisa de Valores Mobiliários na Divisão de Banco de Investimento. **As metodologias de pesquisa e os sistemas de classificação de cada organização de pesquisa separada podem diferir**, por exemplo, em termos de recomendações de investimento, horizonte de investimento, pressupostos de modelo e métodos de avaliação. Como consequência, exceto para determinadas previsões econômicas (nas quais o UBS CIO e o UBS Global Research podem colaborar), as recomendações de investimento, classificações, metas de preço e avaliações fornecidas por cada organização de investigação separadas podem ser diferentes ou inconsistentes. Você deve consultar cada produto de pesquisa relevante para obter detalhes sobre suas metodologias e 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 dos analistas que prepararam esse relatório é determinada exclusivamente pela gerência de pesquisa e pela alta gerência (não incluindo bancos de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia em bancos de investimento, vendas e comercialização ou receitas comerciais principais, entretanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do UBS como um todo, do qual os bancos de investimento, vendas e comercialização e comercialização principal são parte.

O tratamento tributário depende das circunstâncias individuais e pode estar sujeito a alterações no futuro. O UBS não fornece assessoria jurídica ou tributária e não faz detalhamentos quanto ao tratamento tributário dos ativos ou aos retornos de investimentos em geral ou com referência às circunstâncias e necessidades específicas do cliente. Somos necessariamente incapazes de levar em conta os objetivos de investimento específicos, a situação financeira e as necessidades dos nossos clientes individuais e recomendamos que você procure orientação financeira e/ou tributária quanto às implicações (incluindo impostos) de investir em qualquer um dos produtos aqui mencionados.

Este material não pode ser reproduzido nem ter cópias circuladas sem autorização prévia do UBS. A menos que seja acordado por escrito, o UBS proíbe expressamente a distribuição e transferência deste material para terceiros por qualquer motivo. O UBS não se responsabiliza por quaisquer reclamações ou ações judiciais de terceiros decorrentes do uso ou distribuição deste material. Este relatório é destinado apenas à distribuição conforme permitido pela lei aplicável. Para obter informações sobre como o CIO gerencia conflitos e mantém a independência de suas opiniões de investimento, oferta de publicação, metodologias de pesquisa e de classificação, visite 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 feita ao consultor de clientes.

Opções e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada e pode ser apropriada apenas para investidores sofisticados. Antes de comprar ou vender uma opção, e para conhecer os riscos completos relacionados às opções, você precisa consultar uma cópia de "Characteristics and Risks of Standardized Options" (Características e Riscos de Opções Padronizadas). O documento está disponível para leitura em <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> ou peça uma cópia ao seu consultor financeiro.

Investimentos estruturados envolvem riscos significativos. Para ver uma análise detalhada dos riscos inerentes a qualquer investimento estruturado específico, consulte os materiais relevantes de oferta para esse investimento. Investimentos estruturados são obrigações não garantidas de um emissor específico com retornos vinculados ao desempenho de um ativo subjacente. Dependendo dos termos do investimento, os investidores podem perder toda ou uma parte substancial de seu investimento com base no desempenho do ativo subjacente. Os investidores também poderão perder todo o seu investimento se o emissor se tornar insolvente. O UBS não garante de forma alguma as obrigações ou a condição financeira de qualquer emissor ou a exatidão de quaisquer informações financeiras fornecidas por qualquer emissor. Investimentos estruturados não são investimentos tradicionais e investir em um investimento estruturado não equivale a investir diretamente no ativo subjacente. Os investimentos estruturados podem ter liquidez limitada ou inexistente e os investidores devem estar preparados para reter seus investimentos até o vencimento. O retorno dos investimentos estruturados pode ser limitado por um ganho máximo, taxa de participação ou outro recurso. Investimentos estruturados podem incluir características de resgate antecipado e, se um investimento estruturado for resgatado antecipadamente, os investidores não teriam qualquer retorno adicional, podendo não ser capazes de reinvestir em investimentos semelhantes com prazos semelhantes. Os investimentos estruturados incluem custos e taxas que geralmente estão incorporados no preço do investimento. O tratamento tributário de um investimento estruturado pode ser complexo, podendo diferir de um investimento direto no ativo subjacente. O UBS e seus funcionários não prestam consultoria fiscal. Os investidores devem consultar seu próprio consultor tributário sobre sua própria situação fiscal antes de investir em quaisquer valores mobiliários.

Informações importantes sobre as estratégias de investimento sustentável: Estratégias de investimento sustentáveis visam considerar e incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no processo de investimento e construção de portfólio. Estratégias de regiões geográficas e estilos diferentes abordam a análise de ESG e incorporam os achados de maneiras diversas. A incorporação de fatores de ESG ou de considerações de Investimento Sustentável pode inibir a capacidade do gestor da carteira de participar de certas oportunidades de investimento que, de outra forma, seriam consistentes com seu objetivo de investimento e outras estratégias principais de investimento. Os retornos em uma carteira composta principalmente por investimentos sustentáveis podem ser menores ou maiores do que os de carteiras em que fatores de ESG, exclusões ou quaisquer outras questões de sustentabilidade não sejam considerados pelo gestor da carteira, e as oportunidades de investimento disponíveis para essas carteiras podem diferir. As empresas podem não necessariamente cumprir os altos padrões de desempenho em todos os aspectos de ESG ou de questões de investimento sustentáveis; também não há garantia de que qualquer empresa atenderá às expectativas em relação à responsabilidade corporativa, sustentabilidade e/ou desempenho de impacto.

Gestores de Ativos Externos/Consultores Financeiros Externos: Caso esta pesquisa ou publicação seja fornecida a um Gestor de Ativos Externo ou a um Consultor Financeiro Externo, o UBS proíbe expressamente que seja redistribuída pelo Gestor de Ativos Externo ou pelo Consultor Financeiro Externo e que seja disponibilizada a seus clientes e/ou terceiros.

EUA: Distribuída a cidadãos e residentes norte-americanos pelo UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, subsidiárias do UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Asesor de Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS são subsidiárias do UBS AG. **O UBS Financial Services Inc. aceita a responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por uma afiliada que não seja dos EUA quando distribui relatórios para pessoas dos EUA. Todas as transações de uma pessoa dos EUA nos títulos mencionados neste relatório devem ser efetuadas com um corretor registrado nos EUA afiliado ao UBS, e não através de um afiliado que não seja dos EUA. O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade de valores mobiliários ou investimento nos Estados Unidos ou em outros lugares. O UBS Financial Services Inc. não atua como assessora municipal de qualquer entidade municipal ou pessoa obrigada dentro do significado da Seção 15B da Lei da Bolsa de Valores (a "Regra do Conselheiro Municipal"), e as opiniões ou pontos de vista aqui contidos não se destinam a ser, e não constituem, consultoria no âmbito do significado da Regra do Conselheiro Municipal**

Para obter informações sobre o país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou solicite ao seu consultor de cliente o documento integral.

Versão B/2023. CIO82652744

© UBS 2023. O símbolo de chave e UBS estão entre as marcas registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.