Empréstimo direto

Educação sobre o mercado privado

Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist, UBS Switzerland AG; Daniel J. Scansaroli, Head of Portfolio Strategy & UBS Wealth Way Solutions, CIO; Jennifer Liu, Private Markets Strategist, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

Esse guia oferece uma visão geral sobre o empréstimo direto e aborda o básico da estratégia, agregação de valor de um gestor, desempenho e os benefícios para a carteira dos investidores.

Em 2022, os fundos de empréstimo direto mantiveram quase USD 700 bilhões em ativos sob gestão (AUM), um salto enorme dos meros USD 40 bilhões em 2010.

A estratégia consiste em conceder empréstimos diretamente a empresas. Esses empréstimos são normalmente sindicalizados, flutuantes e não são negociados em bolsas públicas.

Gestores de fundos visam gerar rendimentos atrativos e limitar as perdas com créditos. Eles buscam agregar valor por meio da aquisição, devida diligência, estruturação dos contratos e gestão de risco.

Resumo

– Em geral, os bancos deixaram de conceder empréstimos a empresas pequenas e de médio porte (middle market) devido às mudanças regulatórias e à consolidação do setor, dando ao empréstimo direto uma oportunidade para aumentar sua participação no mercado.

– O empréstimo direto é definido como empréstimos concedidos por um intermediário não bancário almejando organizações típicas do middle market que não possuem grau de investimento.

– Semelhante aos empréstimos alavancados negociados publicamente, os empréstimos diretos são prioritários na estrutura de capital e possuem cupons de taxas flutuantes.

– Mas ao contrário dos empréstimos alavancados, normalmente, os termos dos empréstimos diretos são customizados e negociados bilateralmente entre o credor e o devedor, muitas vezes resultando em melhores termos para o credor, acordos mas rígidos e maior proteção contra perdas financeiras.

– Os rendimentos do empréstimo direto são calculados como spread acima da taxa SOFR (Secured Overnight Financing Rate - Taxa de financiamento noturno garantida). Exemplos de spreads acima da SOFR são 500 a 600 pontos base (bps) para empréstimos de primeira garantia, 800 a 900 bps para empréstimos de segunda garantia e 1.000 bps ou mais para dívidas subordinadas ou de mezanino.

– Isso se compara com o spread da média histórica de 390 bps acima da SOFR para empréstimos alavancados negociados publicamente.

– Usando o Cliffwater Direct Lending Index (CDLI) para representar o empréstimo direto privado, a estratégia gerou retornos totais anualizados de 9,3% entre 2005 e 2022, comparado com os 4,4% para o S&P/LSTA Leveraged Loan Index.

– Em uma carteira, o empréstimo direto pode ser uma fonte atrativa de renda. A estratégia também pode ajudar a encurtar a "curva J" dos investidores (ilustrando a contribuição inicial e padrão de distribuição do investimento no mercado privado), já que os recursos possuem um horizonte de investimento mais curto e geram pagamentos periódicos de juros que oferecem um retorno antecipado do capital.

– Os principais riscos, no entanto, incluem a qualidade do crédito, iliquidez, alavancagem, concentração da carteira, controle limitado e taxas adicionais.

9.3%	~493 bps	8%	–2.06%	12.6%	–0.02
Annualized return of Cliffwater Direct Lending Index (CDLI)	CDLI outperformance vs. S&P/LSTA Lev. Loan Index	Median vintage year IRR*	Lower quartile IRR*	Upper quartile IRR*	CDU correlation to Barclays Aggregate

Fonte: Baseado em dados históricos para fundos lançados entre os anos de oportunidade 2010 a 2019 usando dados da Cambridge Associates e estimativas do UBS. *As TIRs quartis refletem o valor mínimo e máximo ao longo dos anos de oportunidade. Observação: dado que a maioria dos fundos leva alguns anos para que o desempenho se estabilize, o desempenho dos anos de oportunidade mais recentes podem ser menos significativos. As taxas internas de retorno são líquidas de taxas, despesas e juros contabilizados. Dados de dezembro de 2023.

Este relatório foi preparado pela UBS Switzerland AG.
Leia atentamente os avisos importantes citados no final do documento.

O que a estratégia de empréstimo direto faz?

A estratégia de empréstimo direto é definida como empréstimos concedidos por intermediários não bancários. Os retornos provêm principalmente de um cupom de taxa flutuante definido como spread acima da taxa SOFR.

Investimentos almejados

– Quem busca empréstimos diretos são geralmente empresas pequenas e de médio porte que estão abaixo do grau de investimento na qualidade de crédito e não são atendidas pelos bancos, pois os bancos visam normalmente créditos e devedores maiores. Mas nos últimos anos, percebemos que empresas de grande porte estão cada vez mais usando financiamentos de empréstimos diretos por serem mais flexíveis por natureza, gerarem uma maior certeza de execução e terem prazos menores.

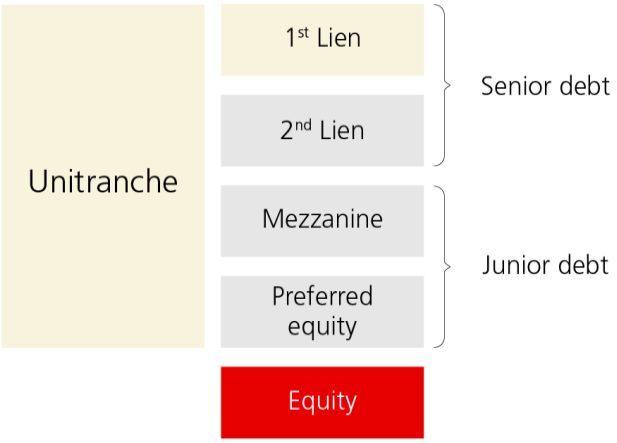
– A aquisição de contratos é geralmente feita por uma rede direta e proprietária do credor. Gestores de fundos podem fazer a triagem dos mutuários com base nas suas características desejadas, que muitas vezes incluem posições líderes do mercado com barreiras para ingressar, um fluxo de caixa defensivo e recorrente e uma gestão robusta.

– Os gestores de fundos podem providenciar disposições de proteção, inclusive convênios e restrições de garantias. Convênios garantem que os devedores mantêm os índices financeiros/de endividamento dentro de um valor predeterminado, e restringir as garantias faz com que o valor da liquidação sustente o crédito em caso de inadimplência.

– Os lucros dos empréstimos podem ser usados para alguma aquisição, o refinanciamento de dívidas já existentes, a recapitalização dos dividendos (i.e. empréstimos para pagar um dividendo especial aos investidores) ou em geral dentro da empresa. Os mutuários podem pertencer a uma empresa de private equity (patrocinados) ou não (não patrocinados).

Figura 1: ilustração da estrutura de capital dos mutuários

Os recursos do empréstimo direto podem almejar várias parcelas da dívida



Fonte: UBS

Estrutura do capital e período de retenção

– A posição de um empréstimo na estrutura de capital é categorizada como primeira garantia, segunda garantia ou dívida subordinada. Dívidas de primeira e segunda garantia têm a maior prioridade para pagamentos de juros e garantias, e a dívida subordinada fica abaixo da dívida de primeira e segunda garantia. Dívidas subordinadas, ou de mezanino, ficam entre dívidas prioritárias e o capital.

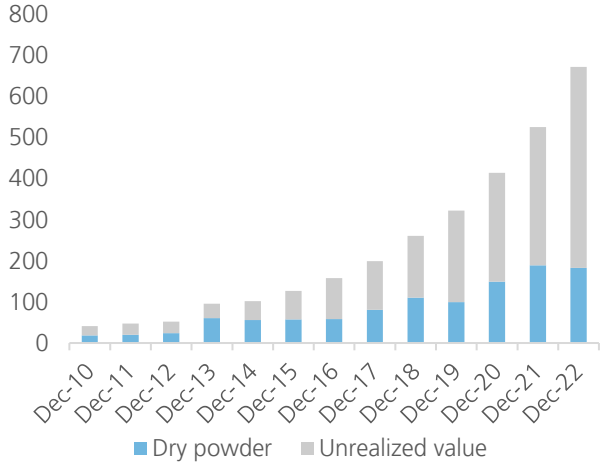
– Estratégias de empréstimos diretos se concentram na parte prioritária (primeira e segunda garantia) da estrutura do capital, mas uma exposição à parcelas subordinadas podem melhorar os retornos. Alguns fundos oferecem uma estrutura de uma única parcela que combina as dívidas prioritárias e subordinadas.

– Geralmente, dívidas subordinadas trazem mais riscos, inclusive uma menor priorização para fluxos de caixa comparado às parcelas prioritárias, uma falta de garantias para sustentar o empréstimo em caso de inadimplência e pagamentos de juros que podem ser adiados. Esses pagamentos de juros são acrescentados ao valor principal e pagos na data do vencimento, uma característica conhecida como pagamento em espécie (payment-in-kind - PIK).

– Os rendimentos variam com base na posição do empréstimo na estrutura de capital de uma empresa.

Fig. 2: os empréstimos diretos aumentaram rapidamente na última década

Em 2022, os fundos de empréstimos diretos mantiveram quase USD 700 bi em AUM, um salto dos USD 40 bilhões em 2010.



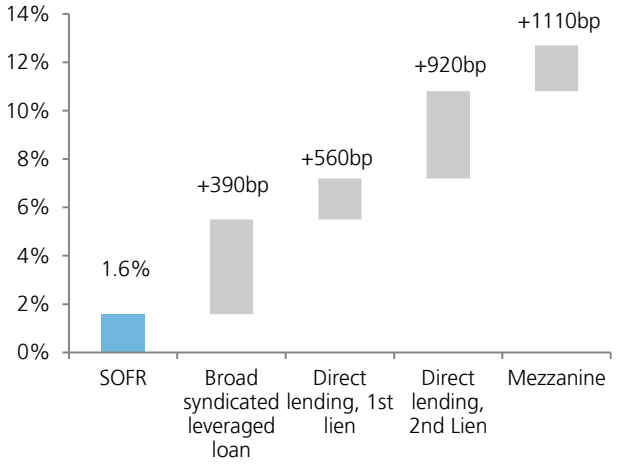
Fonte: Preqin, UBS. Exposição total no final do ano. Dezembro de 2023

Estrutura do capital e período de retenção (continuação)

– Os rendimentos do empréstimo direto são calculados como spread acima da taxa SOFR. Exemplos de spreads acima da SOFR são 500 a 600 bps para empréstimos de primeira garantia, 800 a 900 bps para empréstimos de segunda garantia e 1.000 bps ou mais para dívidas subordinadas ou de mezanino. Isso se compara com o spread da média histórica de 390 bps acima da SOFR por meio de empréstimos alavancados negociados publicamente.

Fig. 3: ilustração dos exemplos de rendimentos

Empréstimos privados podem oferecer rendimentos atrativos que superam os dos empréstimos alavancados negociados publicamente. Médias entre 2005 e 2022



Observação: a SOFR e os dados de empréstimos amplos sindicalizados alavancados são calculados com base nas médias de 2005 a 2022. Empréstimos diretos e de mezanino se baseiam em estimativas do UBS. Os rendimentos reais podem divergir dos exemplos acima. Fontes: Federal Reserve, Pitchbook LCD, UBS, setembro de 2023.

– Empréstimos diretos prioritários podem ter características amortizantes que permitem o pagamento do valor principal junto com os juros. Em contrapartida, os empréstimos-bala pagam todo o valor principal no final do termo do empréstimo.

– Taxas de originação (OID) e de penalidade por pré-pagamento (em caso de pagamento antecipado do empréstimo) também representam uma fonte adicional de retorno além do spread. Para dívidas de mezanino, o retorno total pode ser melhorado com uma participação semelhante a ações, em forma de garantias ou opções, que podem ser convertidas em características de ações.

– A duração legal de um empréstimo direto é geralmente por volta dos 5 a 7 anos, mas a duração efetiva é mais próximo de três anos. Os empréstimos se mantém geralmente até o prazo de vencimento.

Fontes de agregação de valor para empréstimos diretos

Os recursos dos empréstimos diretos visam gerar rendimentos atrativos e limitar as perdas para os investidores. Os gestores de fundos buscam agregar valor por meio da aquisição, devida diligência, estruturação dos contratos e recursos de gestão de riscos/carteira.

– Rede extensa de recursos: credores diretos que possuem uma ampla rede de patrocinadores de private equity ou de gestão empresarial têm mais oportunidades, permitindo um maior grau de seletividade. Acordos concluídos estabelecem uma base para mutuários recorrentes, reduzindo os custos do atrito

– Especialização no setor/região: devido à natureza idiossincrática dos tipos de mutuários almejados pelos credores diretos, os fundos que se especializam e entendem as dinâmicas dentro de um setor ou região conseguem construir relações mais sólidas para a aquisição, ajudar na análise de crédito e facilitar a personalização dos acordos. E o mais importante, a experiência com as leis de cada país e seu entendimento melhora o processo de due diligence.

– Competências de due diligence: uma análise de crédito fundamental e rigorosa e a due diligence são imprescindíveis na triagem de empresas de risco e para construir uma base de mutuários confiáveis. A natureza dessas transações negociadas de forma privada permitemaos gestores mais experientes avaliar melhor a qualidade do créditode uma empresa, sua posição dentro do seu setor e a competência da sua equipe gerencial.

– Processo de monitoramento de carteiras e dos riscos: Uma construção de carteira e a gestão de risco ativas incluem a diversificação, tamanhos prudentes de posicionamento e o monitoramento contínuo das empresas devedoras. Um processo meticuloso de monitoramento de riscos consegue apontar proativamente créditos problemáticos e limitar as perdas na carteira.

Conhecimento especializado na estruturação e reestruturação: a negociação proveitosa de termos como convênios de manutenção, garantias, direitos de observação da diretoria e proteção de chamadas, pode oferecer uma proteção estrutural para investidores. Em caso de inadimplência, ter recursos jurídicos e operacionais para gerenciar uma empresa durante sua falência ajuda a extrair o máximo de valor de recuperação.

– Uso da alavancagem: embora a alavancagem seja uma fonte de riscos, gestores de sucesso e habilidosos conseguem usar a alavancagem para melhorar os retornos.

Como os empréstimos diretos divergem dos empréstimos alavancados sindicalizados?

Como os investidores tradicionais são mais familiarizados com empréstimos alavancados publicamente negociados, destacamos as comparações entre empréstimos alavancados e empréstimos diretos.

- As semelhanças incluem: posição prioritária na estrutura do capital, cupom de taxa flutuante e mutuários sem grau de investimento.

- Na originação, os empréstimos alavancados são subscritos por um organizador (geralmente um banco) em nome de vários credores, enquanto o empréstimo direto envolve uma negociação bilateral entre o credor (fundo privado) e o mutuário. Com isso, os termos dos empréstimos diretos podem ser estruturados, tendo uma proteção possivelmente mais robusta e relatórios financeiros mais detalhados que no mercado de empréstimos sindicalizado.

- Os principais benefícios para quem toma um empréstimo direto e não um empréstimo sindicalizado incluem a velocidade da execução, flexibilidade estrutural (parcela única, primeira e segunda garantia etc.) e a praticidade de resolver tudo em um só lugar. Os empréstimos alavancados sindicalizados são normalmente concedidos a organizações maiores, e os empréstimos diretos se concentram mais em empresas pequenas e de médio porte. Os investidores de fundos mútuos de empréstimos alavancados e ETFs possuem normalmente empréstimos alavancados sindicalizados como investimento de base.

- Empréstimos alavancados são geralmente sindicalizados e distribuídos para outros bancos ou investidores, e os fundos de empréstimos diretos mantêm seus empréstimos, tendo muito menos liquidez. Empréstimos alavancados podem ser negociados no mercado secundário e ter um perfil de investimento mais volátil.

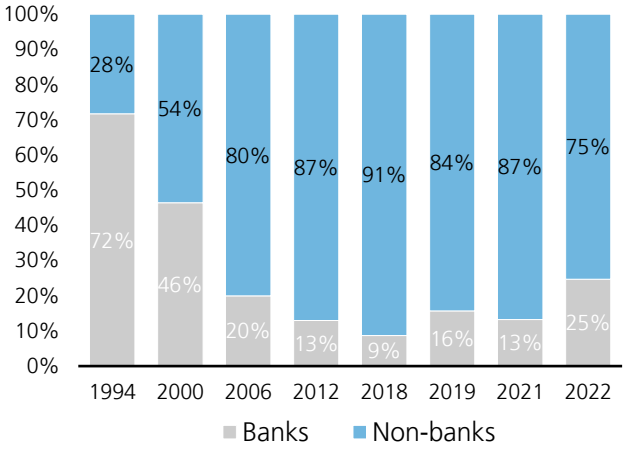
Como a desintermediação dos bancos criou uma oportunidade para empréstimos diretos

- A consolidação do setor reduziu a quantidade de bancos nos EUA (conforme medições das instituições seguradas pela FDIC) pela metade entre 2000 e 2021, e vários credores do middle market desapareceram, enquanto bancos maiores permaneceram, atendendo os mutuários maiores.

- Depois da crise financeira mundial, o aumento nos regulamentos nos EUA (Dodd Frank, Leveraged Lending Guidance) e na Europa (Basel III) limitaram as operações de empréstimos e ampliaram a demanda por credores não bancários ou alternativos, tais como fundos de crédito privado.

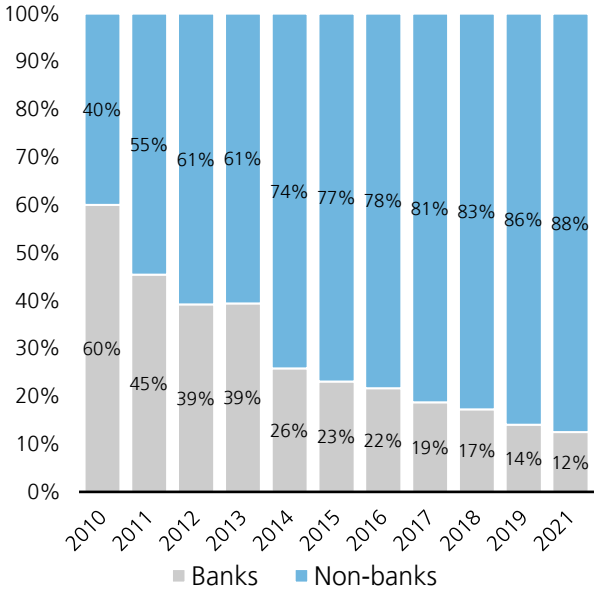
- Apesar do mercado de empréstimos diretos europeu ser menos desenvolvido que o estadunidense, as dinâmicas seguiram um padrão parecido de consolidação de bancos e regulamentos restritivos. Em 2021, os bancos eram responsáveis por 12% dos empréstimos sindicalizados da Europa, em comparação com 13% nos EUA.

Fig. 4: participação dos bancos no mercado de empréstimos alavancados sindicalizados nos EUA



Fontes: Pitchbook LCD, UBS, dezembro de 2023 Não bancos incluem investidores institucionais, seguradoras e empresas financeiras

Fig. 5: participação dos bancos no mercado de empréstimos alavancados sindicalizados na Europa



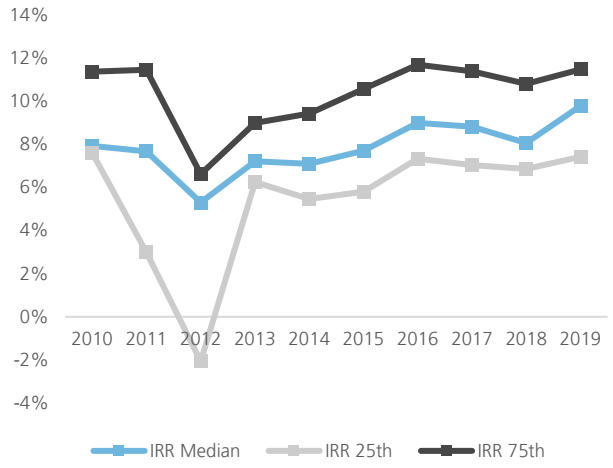
Fontes: Pitchbook LCD, UBS, dezembro de 2023. Não bancos incluem investidores institucionais, seguradoras e empresas financeiras

Análise de desempenho

- A TIR de anos de oportunidades é a medida padrão do desempenho do mercado privado e reflete os fluxos de caixa líquidos dos fundos lançados no ano de referência.
- Ao observar o desempenho da TIR dos anos de oportunidade pelo Pitchbook (um provedor de dados amplamente seguido pelo setor de mercado privado), a média das TIRs dos anos de oportunidade entre 2010 e 2019 era cerca de 8%.
- Percebemos uma grande variedade de TIRs para cada ano de oportunidade, destacando a importância da seleção de um gestor quando estiver cogitando usar estratégias de empréstimo direto.
- Devido ao histórico limitado de dados de empréstimos diretos no Pitchbook, complementamos a análise com o Cliffwater Direct Lending Index, que mostra o desempenho de mais de 13.000 créditos diretos concedidos e mantidos por BDC dos EUA. BDC (Business Development Companies) são veículos negociados em bolsa que investem na dívida privada e não sindicalizada do middle market. Portanto, eles refletem as características de empréstimos mantidos por credores diretos em uma série de retornos, ponderados pelo tempo, comparável com investimentos dos mercados públicos.
- Entre 2005 e 2022, o CDLI gerou um retorno total anualizado de 9,3%, comparado com os 4,4% para o S&P/LSTA Leveraged Loan Index e 5,9% para o BofA US High Yield Index. Em termos brutos, excluindo as taxas ou a alavancagem, isso representa um retorno de 300 a 490 bps a mais que a renda fixa negociada publicamente e sem grau de investimento, principalmente impulsionada por rendimentos mais altos. Observamos que o CDLI inclui dívidas prioritárias (~80%) e subordinadas.
- Entre 2005 e 2022, a volatilidade anualizada do CDLI ficou em 3,6%, comparado com cerca de 10 a 11% para os índices S&P/LSTA Leveraged Loan e BofA US High Yield. Observamos que o uso de padrões de avaliação menos frequentes e subjetivos para analisar ativos ilíquidos diminui a volatilidade no CDLI.
- Apesar do desempenho não ser diretamente comparável por causa dos diferentes padrões de avaliação dos mercados públicos, o CDLI se sobressaiu numa base ajustada ao risco, com uma relação risco retorno do CDLI de 2,61 comparado com 0,45 para o S&P/LSTA Leveraged Loan Index e 0,75 para o BofA US High Yield Index.
- Observamos que o CDLI acompanha o desempenho dos empréstimos de base dentro das BDC, mas não os próprios veículos das BDC. Investidores que obtêm uma exposição à dívida privada por meio de veículos BDC podem perceber uma volatilidade maior, pois alguns são listados em uma bolsa, semelhante a um fundo fechado.

Fig. 6: dispersão da TIR de empréstimos diretos por ano de oportunidade 2010 a 2019

Alto grau de dispersão dentro de cada ano de oportunidade destaca a importância da seleção de um gestor



Fontes: Pitchbook, UBS. Observação: Dado que a maioria dos fundos leva alguns anos até que o desempenho se estabilize, o desempenho dos anos de oportunidade mais recentes podem ser menos significativos. Dezembro de 2023.

Tabela 1: Retorno e risco anualizado, 2005 a 2022

	Ann. Return	Ann. Vol	Return/Risk
CDLI	9.3%	3.6%	2.61
S&P/LSTA Leveraged Loan Index	4.4%	9.8%	0.45
BofA US High Yield	5.9%	10.8%	0.54

Fontes: Cliffwater, Pitchbook LCD, Bloomberg, UBS, dezembro de 2023

Tabela 2: correlação versus CDLI, 2005 a 2022

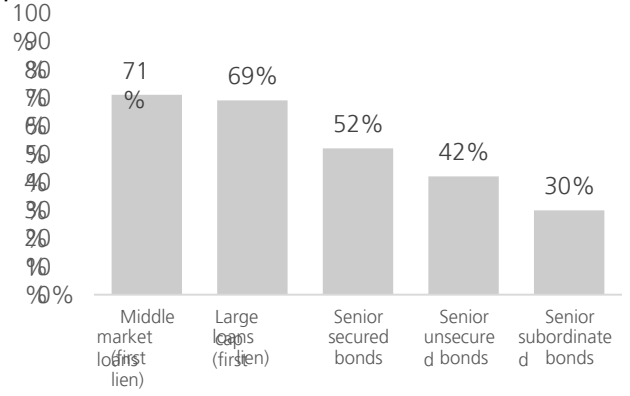
Barclays Aggregate	-0.02
S&P/LSTA Leveraged Loan Index	0.78
BofA US High Yield	0.75

Fontes: Cliffwater, Pitchbook LCD, Bloomberg, UBS, dezembro de 2023

Empréstimo direto e o ciclo econômico

- O empréstimo direto pode oferecer fluxos de caixa estáveis em ambientes econômicos favoráveis com um crescimento dos lucros corporativos, baixas taxas de inadimplência e uma maior atividade de aquisição alavancada (já que as aquisições usam a dívida nas transações), o que contribui para a procura por empréstimos e o desempenho dos mesmos.
- No entanto, mais para a frente no ciclo de crédito, as transações podem refletir um maior risco aos credores com maiores múltiplos da alavancagem dos devedores (dívida/EBITDA, um representante para a dívida em relação aos fluxos de caixa), índices mais baixos de cobertura de juros (custos de EBITDA/juros) e proteções mais flexíveis aos credores.
- O enfraquecimento das condições de crédito podem levar a maiores taxas de inadimplência e perdas na carteira, principalmente para dívidas subordinadas e de mezanino.
- As taxas de inadimplência para empréstimos privados são geralmente menores que para dívidas subordinadas. Usando dados de Proskauer, as inadimplências em créditos privados registraram um pico de 5 a 7% durante a COVID-19, dependendo do tamanho das empresas. Os títulos high yield dos EUA, por outro lado, mostraram uma inadimplência máxima de 10%.
- As taxas de recuperação para empréstimos privados também mostraram historicamente ser melhores que as de dívidas subordinadas. As estatísticas S&P Credit LossStats mostraram uma taxa de recuperação de 71% entre 1980 e 2021 para créditos com primeira garantia do middle market.
- Períodos de tensão, no entanto, inclinam a balança do poder para os credores que têm uma posição melhor para definir os termos de precificação de novos empréstimos.
- Como os pagamentos de juros são vinculados à SOFR, estratégias de empréstimos diretos podem ajudar na proteção contra riscos das taxas de juros. Gestores oportunistas conseguem se mover dentro da estrutura do capital entre parcelas prioritárias e subordinadas. O investimento em parcelas subordinadas pode aumentar o risco da carteira na fase mais avançada do ciclo econômico, mas ele pode aumentar os retornos durante a fase de expansão.

Fig. 7: recuperação descontadas ponderada em USD entre 1980 e 2021



Fontes: Bloomberg, S&P Credit LossStats, Pitchbook LCD, UBS, dezembro de 2023

Empréstimo direto na sua carteira

- Empréstimos diretos podem melhorar o fluxo de caixa dos investidores e o perfil de retorno total, ficando acima do oferecido pelos investimentos tradicionais de renda fixa; isso graças à exposição da estratégia ao middle market, originação direta, estrutura de capital flexível e à alavancagem.
- Empréstimos diretos podem exibir uma menor volatilidade que créditos alavancados publicamente negociados e fundos high yield. Veículos públicos estão sujeitos a entradas e saídas, que podem não ter nenhuma conexão com os aspectos fundamentais do crédito de base, enquanto os investimentos diretos são geralmente mantidos até o vencimento.
- A originação de empréstimos diretos pode ampliar a proteção para o credor, sua influência sobre os termos e estruturas e o monitoramento dos créditos individuais, ao contrário de uma originação sindicalizada de empréstimos.

Riscos

- Empréstimos diretos expõem as carteiras a riscos de crédito idiossincráticos devido a natureza dos devedores de empresas pequenas e de médio porte, que normalmente estão abaixo do grau de investimento e têm menos linhas de negócio, menos recursos e uma maior concentração de clientes comparado com mutuários de grande porte.
- Por causa da subordinação nos pagamentos ou garantias, investir mais baixo na estrutura do capital aumenta o risco de crédito.
- Fundos de empréstimo direto são ilíquidos por natureza e exigem um compromisso de vários anos, tendo uma duração média de 6 a 8 anos. Observamos nos últimos anos que os gestores adotaram estruturas de fundos de resgate limitado, oferecendo termos mais líquidos. Ainda podem ser aplicadas restrições mensais ou trimestrais de liquidez em nível de investidor e do fundo.
- O empréstimo direto privado ainda é uma classe de ativos relativamente nova (principalmente na Europa), e o desempenho ainda precisa ser testado durante vários ciclos de crédito.
- Fundos de empréstimo direto tendem a manter posições concentradas por causa do tempo investido na aquisição e na originação dos créditos.
- O uso da alavancagem pode aumentar ou diminuir os retornos da carteira. As taxas são mais elevadas que nos tradicionais veículos de crédito alavancados.
- Taxas de juros mais altas podem aumentar os custos da alavancagem ou prejudicar a saúde das empresas mutuárias.
- A maior concorrência com outros credores diretos, BDC, obrigações de empréstimos garantidas (CLO) e hedge funds, podem reduzir os spreads dos empréstimos e levar a uma deterioração das condições de financiamento.

Apêndice

Definições selecionadas

- **Correlação**: o grau em que as oscilações de uma variável são semelhantes àquelas de outra variável.
- **Alavancagem**: o uso de capital emprestado ou instrumentos para aumentar o possível retorno (mas também possíveis perdas) de um investimento, um exemplo simples é a hipoteca usada em transações imobiliárias.
- **Fundos de aquisição alavancados**: uma estratégia de participação privada que usa o capital emprestado para assumir o controle de uma empresa.
- **Prêmios de iliquidez**: o prêmio que um investidor pode exigir dependendo da dificuldade na conversão do título de base em dinheiro.
- **Múltiplos**: um termo que mede parte do aspecto do bem-estar financeiro de uma empresa, definido pela divisão de uma métrica por outra. A métrica no numerador é geralmente maior que a do denominador, já que a métrica superior deve geralmente ser várias vezes maior que a métrica inferior.
- **Expansão múltipla**: descreve a maneira como uma métrica de avaliação particular aumenta para refletir o valor mais alto atribuído a um investimento de base.
- **Agregação de valor**: descreve as melhorias operacionais, empresariais ou estruturais que os gestores do mercado privado buscam por meio de investimentos da carteira de base.
- **Fluxos de caixa**: o fluxo de caixa é o valor líquido de dinheiro e equivalentes de dinheiro sendo transferidos de e para um fundo.
- **Public Market Equivalent (PME):** um método que converte os retornos do mercado público em uma referência que pode ser comparada com os retornos do mercado privado.
- **TIR**: um método de retorno usado para avaliar os investimentos no mercado privado, refletindo a taxa de desconto
  em que o atual valor do fluxo de caixa futuro de um investimento é igual ao custo do investimento.
- **TVPI (Total Value to Paid In**): uma métrica de retorno que descreve o capital total que volta para o investidor, mais o valor residual deixado no fundo, dividido pelo capital investido.
- **Saída**: o prazo em que um investidor pode converter participações em dinheiro a serem liquidadas durante um certo período.
- **IPO**: a primeira venda de ações ao público por uma empresa privada. Também chamado "oferta pública inicial".
- **Desvio padrão**: uma medida do grau em que valores individuais divergem da média de distribuição. Quanto maior o número, maior o risco.
- **Reservas**: refere-se a reservas em dinheiro mantidas por empresas dos mercados privados para cobrir futuras obrigações, comprar ativos ou realizar aquisições.
- **Curva J**: ilustra a trajetória inicial dos fluxos de caixa negativos (contribuições) em direção a fluxos de caixa positivos (que voltam para o investidor) ao longo de um período de tempo.
- **Patrocinador**: o parceiro geral em uma parceria limitada que organiza e inscreve investidores.
- **Aquisição secundária**: descreve uma venda entre empresas do mercado privado.
- **Venda comercial/venda estratégica**: descreve a venda de um negócio a outro que opera em um setor semelhante.
- **Dívida prioritária**: empréstimos ou títulos de dívida que têm prioridade em relação às obrigações subordinadas e ao capital dos ativos de uma empresa em caso de liquidação.
- **Dívida subordinada**: empréstimo ou título classificado como inferior a outros empréstimos ou títulos em relação à reivindicação de ativos ou lucros. Em caso de inadimplência do devedor, os credores que possuem uma dívida subordinada não receberão pagamento até que a dívida prioritária seja quitada.
- **Ano de oportunidade**: é o ano em que acontece a primeira entrada do capital de investimento em um projeto ou organização. Isso marca o momento em que o capital recebe contribuições do capital de risco, um fundo de participações privadas ou uma parceria proveniente dos seus investidores.

- **M&A**: "Mergers & Acquisitions" (fusões e aquisições) é um termo geral que se refere à consolidação de empresas ou ativos por meio de vários tipos de transações financeiras. M&A podem incluir váriastransações diferentes, tais como fusões, aquisições, consolidações, ofertas de compra, compra de ativos e aquisições gerenciais.
- **Blind pool**: dinheiro coletado de várias pessoas e que é colocado em um fundo e investido para obter lucros. Não é especificado quais propriedades devem ser adquiridas.
- **Unit economics**: uma medida de receitas e custos diretos com base em uma unidade para um modelo de negócio específico.
- **Participação minoritária**: reflete o interesse não controlador que representa menos de 50% de uma entidade particular.
- **Spin off**: descreve a separação de uma empresa independente de sua matriz maior.
- **Disposições de controle**: projetadas para oferecer um grau de influência sobre assuntos operacionais e comerciais importantes.
- **Direito de resgate**: oferece aos investidores o direito de forçar uma empresa a recomprar sua participação depois de um certo prazo.
- **Risco idiossincrático**: o risco associado com um conjunto limitado de fatores que pertencem a uma empresa particular. É um risco que tem pouco a ver com o risco geral do mercado.
- **Disposições de tag along**: oferece aos acionistas minoritários o direito de participar da venda de uma empresa iniciada por um acionista majoritário.

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 aos mesmos requisitos regulatórios que os fundos mútuos; (2) podem ter um desempenho volátil e os investidores podem perder a totalidade ou uma parte substancial do seu investimento; (3) podem envolver-se em práticas de alavancagem e outras práticas de investimento especulativo que podem aumentar o risco de perda de investimento; (4) são investimentos ilíquidos e de longo prazo, geralmente não existe mercado secundário para as participações dos fundos e não se espera que algum se desenvolva; (5) as participações nos fundos de investimento alternativos serão normalmente ilíquidas e sujeitas a restrições de transferência; (6) talvez não sejam obrigados a fornecer informações periódicas sobre preços ou avaliações aos investidores; (7) envolvem geralmente estratégias fiscais complexas e pode haver atrasos na distribuição de informações fiscais aos investidores; (8) estão sujeitos a taxas elevadas, incluindo taxas de gestão e outras taxas e despesas, todas as quais reduzirão os lucros.

As participações em fundos de investimento alternativos não são depósitos ou obrigações de bancos ou outras instituições depositárias seguradas, nem são garantidas ou endossadas por eles, 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 investir em um fundo de investimento alternativo, e devem considerar um fundo de investimento alternativo 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 investimentos 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"), derivados, títulos em dificuldades, títulos que não são dos EUA e investimentos ilíquidos.
- Managed Futures: existem riscos especificamente associados com investimentos 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 investimentos 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, 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 estadunidenses, as alterações na taxa de câmbio entre o dólar estadunidense e a moeda "local" do emissor podem afetar o valor de mercado e a liquidez desses títulos de forma inesperada. Esses títulos também podem ser afetados por outros riscos (mudanças políticas, econômicas ou regulatórias) dos quais os investidores nos EUA não estavam cientes.

Informações sobre riscos

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 a Credit Suisse AG, suas subsidiárias, filiais e afiliadas. Os avisos adicionais pertinentes ao Credit Suisse Wealth Management são apresentados ao final desta seção.
As opiniões de investimento foram preparadas em conformidade com requisitos legais concebidos para promover a **independência da pesquisa de investimento**.

Pesquisa de investimento genérica – Informações sobre risco:

Esta publicação destina-se exclusivamente **à informação dos leitores** e não representa nenhuma oferta nem solicitação de oferta para aquisição ou venda de produtos relacionados com investimentos ou de outros produtos específicos. A análise aqui contida não constitui uma 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. Ela é baseada em inúmeras premissas. Diferentes premissas poderiam levar a resultados materialmente distintos. Alguns serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais em determinadas jurisdições, não podendo ser oferecidos irrestritamente em todo o mundo 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, nenhuma garantia ou responsabilidade, implícita ou explícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade e/ou totalidade das informações (exceto os avisos relacionados ao UBS). Todas as informações e opiniões bem como quaisquer projeções, estimativas e preços de mercado indicados referem-se única e exclusivamente à data da presente publicação e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. As opiniões expressas neste documento podem diferir de opiniões expressas por outras áreas de negócio ou conglomerados do UBS, ou serem contrárias a essas opiniões, em virtude de utilizarem diferentes premissas e critérios.

Em nenhuma circunstância este documento ou qualquer informação contida nele (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 ativo da carteira ou de computação de tarifas de desempenho. Ao receber este documento e as informações, você deverá declarar e garantir ao UBS que não usará este documento ou, de outro modo, confiará em qualquer informação para quaisquer das finalidades acima descritas. O UBS e quaisquer diretores ou funcionários poderão ter direito a qualquer momento de deter posições longas ou curtas em instrumentos de investimento aqui mencionados, realizar transações envolvendo 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 tais emissores. A qualquer momento, as decisões de investimento (inclusive para comprar, vender ou deter títulos) feitas pelo UBS e seus funcionários poderão diferir de, ou serem contrárias às, opiniões expressas em publicações de pesquisa do UBS. Alguns investimentos podem não apresentar liquidez imediata e, portanto, o valor do investimento bem como a identificação do risco a que o investidor está exposto podem ser difíceis de quantificar. O UBS baseia-se na política de barreiras de informação (Information Barriers) para controlar o fluxo de informações dentro de uma ou mais áreas do UBS, entre outras áreas, e entre unidades, segmentos, conglomerados ou afiliadas do UBS. A negociação de futuros e opções não é adequada a todos os investidores, pois há risco substancial de perda e podem ocorrer perdas em excesso de um investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não é garantia para o desempenho futuro. Informações adicionais estarão disponíveis mediante solicitação. Alguns investimentos podem estar sujeitos a quedas súbitas e fortes de valor e na compensação o investidor poderá receber menos do que investiu ou pode ter de pagar mais. As oscilações das taxas de câmbio podem ter um efeito adverso sobre o preço, valor ou resultado de um investimento. Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório poderão interagir com o pessoal da mesa de operações, o pessoal de vendas e outros participantes para fins de reunir, sintetizar e interpretar informações do mercado.

Diferentes áreas, grupos e pessoal dentro do UBS Group poderão produzir e distribuir produtos de pesquisa separados **independentes entre si**. Por exemplo, publicações de pesquisa do **CIO** são produzidas pelo UBS Global Wealth Management. O **UBS Global Research** é produzido pelo UBS Investment Bank. **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 o UBS CIO e o 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 de suas metodologias e do sistema de classificação. Nem todos os clientes terão acesso a todos os produtos de todas as organizações. Cada produto de pesquisa está sujeito às políticas e aos procedimentos da organização que o produz.
A remuneração do(s) analista(s) que preparou(ram) este relatório é determinada exclusivamente pela gerência da área de pesquisa (Research) e pela alta administração (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 são uma parte.

O tratamento fiscal depende das circunstâncias individuais e poderá estar sujeito a alterações no futuro. O UBS não fornece a conselhamento jurídico ou fiscal e não faz declarações relacionadas ao tratamento fiscal de ativos ou aos retornos de investimentos, tanto em geral quanto com referência a circunstâncias e necessidades específicas do cliente. Esta publicação 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 a consulta a um assessor financeiro e/ou jurídico com relação às possíveis implicações (incluindo questões fiscais) de investir em qualquer um dos produtos aqui apresentados.

A reprodução ou cópia deste material é proibida sem a autorização prévia do UBS. Exceto se for 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 da distribuição do presente material. Este relatório deve 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 opiniões de investimento e ofertas de publicações, além de metodologias de pesquisa e classificação, acesse www.ubs.com/research-methodology. Estão disponíveis, mediante solicitação do seu consultor de cliente, informações adicionais sobre os autores relevantes desta publicação e outra(s) publicações do CIO mencionadas neste relatório, bem como cópias de quaisquer relatórios anteriores sobre este tema.
Informações importantes sobre estratégias de investimento sustentável: estratégias de investimento sustentável buscam considerar e incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) em seu processo de investimento e construção de carteira. Estratégias em diferentes regiões abordam a análise ESG e incorporam os achados de uma variedade de formas. Incorporar fatores ESG ou considerações de investimento sustentável pode inibir a capacidade do UBS de participar em ou aconselhar sobre determinadas oportunidades de investimento que, de outro modo, 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 em carteiras nos quais fatores ESG, exclusões ou outras questões de sustentabilidade não são considerados pelo UBS e as oportunidades de investimento disponíveis a tais 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 fique disponível para seus clientes e/ou terceiros.

ESTADOS UNIDOS: Distribuída a cidadãos dos EUA somente 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 Asesores 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 do UBS AG. **O UBS Financial Services Inc. assume a responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por outra filial não americana quando distribui 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 e não por intermédio de uma filial não americana. O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade de valores mobiliários ou investimentos nos Estados Unidos ou em qualquer outro lugar. O UBS Financial Services Inc. não está agindo como consultor municipal a nenhuma entidade municipal ou pessoa obrigada dentro 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 a, e não constituem, aconselhamento dentro do significado da Regra Municipal do Consultor.**

Para obter informações sobre o país, acesse ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou peça ao seu consultor de cliente o aviso completo.

Aviso adicional pertinente ao Credit Suisse Wealth Management

Você recebe este documento em sua capacidade como cliente do Credit Suisse Wealth Management. Seus dados pessoais serão processados em conformidade com a declaração de privacidade do Credit Suisse acessível no seu domicílio por meio do site do Credit Suisse https://www.credit-suisse.com. Para fornecer a você os materiais de marketing relacionados aos nossos produtos e serviços, o UBS Group AG e suas subsidiárias poderão processar seus dados pessoais básicos (isto é, dados de contato como nome, endereço de e-mail) até você nos notificar de que não deseja mais recebê-los. Você pode optar por deixar de receber esses materiais a qualquer momento informando seu gerente de relacionamento.

Exceto conforme especificado de outro modo neste documento e/ou dependendo da entidade local do Credit Suisse da qual você está recebendo este relatório, este material é distribuído pelo Credit Suisse AG, autorizado e regulamentado pela Autoridade Supervisora do Mercado Financeiro Suíço (FINMA). Credit Suisse AG é uma empresa do UBS Group.

Versão D/2023. CIO82652744
© UBS 2023. O símbolo das chaves e a denominação UBS são uma das marcas registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.