

Dívida problemática

Educação sobre o mercado privado

Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist, UBS Switzerland AG; Jennifer Liu, Private Markets Strategist, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

Este guia oferece uma visão geral sobre a dívida problemática e aborda princípios básicos de estratégia, agregação de valor de um gestor, desempenho e benefícios para as carteiras dos investidores.



A estratégia de dívida problemática (DP) visa empresas que estão com problemas financeiros e estão à beira da falência ou falidas.



Os gestores usam seu conhecimento jurídico especializado sobre a reestruturação de dívidas e execução operacional, bem como sua experiência jurídica para identificar, avaliar e monetizar ativos em dificuldades financeiras.



A estratégia pode acrescentar um elemento de oportunidade anticíclica a uma carteira em comparação com as tradicionais exposições somente com posições positivas de renda fixa.

Resumo

- Gestores de dívidas problemáticas visam ativos que estão em dificuldades financeiras ou operacionais a fim de monetizar os investimentos por meio da normalização da rentabilidade da empresa, a reestruturação ou a liquidação dos ativos.
- Um típico alvo problemático é uma empresa que está à beira da falência ou falida e que está com dificuldades de cumprir suas obrigações de pagar juros com os fluxos de caixa existentes.
- Os gestores normalmente adquirem a dívida com deságio significativo e prorrogam os vencimentos, adiam pagamentos de juros ou obtêm/concedem um financiamento emergencial.
- Outras medidas podem envolver a renegociação de aluguéis e contratos, corte de gastos, aumento de vendas e descarte de ativos não essenciais para melhorar a saúde do balanço de uma empresa.
- Geralmente, a oportunidade para obter DPs é anticíclica. Um crescimento menor dos lucros das empresas, níveis de dívida mais elevados, aperto financeiro e altas taxas de inadimplência costumam oferecer mais condições para investir.
- Historicamente, a TIR média dos anos de oportunidade de DP de 1997 a 2019 ficou em 9,6%. O desvio padrão da TIR dos anos de oportunidade foi de 3,7% durante o mesmo período
- Em uma carteira, a dívida problemática pode oferecer um elemento anticíclico no mercado de créditos, em comparação com uma exposição tradicional somente com posições positivas de renda fixa.
- Apesar do grande potencial de obter retornos, também existem riscos. Devido à natureza mais delicada das empresas-alvo, a taxa de inadimplência pode ser alta. O processo de reestruturação pode ser longo e complexo. O momento certo para entrar/sair é muito importante.
- Além disso, há outros riscos que se aplicam em geral ao mercado privado, inclusive iliquidez significativa dos veículos financiadores, controle limitado e taxas adicionais.



9.6%

Median vintage year IRR



1.36 x

Median TVPI (total value to paid in) multiple



-1.75%

Lower quartile IRR*



27.08%

Upper quartile IRR*



0.63

Correlation to public leveraged buyout

Fontes: Pitchbook, estimativas do UBS com base em dados históricos para os anos de oportunidade entre 1997 e 2019. * As TIRs de quartis refletem os valores mínimo e máximo do Pitchbook para TIRs inferiores e superiores, respectivamente. Dados de dezembro de 2023.

Este relatório foi preparado pela UBS Switzerland AG.

Leia atentamente os avisos importantes mencionados no final do documento.

Página 1 de 10

O que a estratégia de dívidas problemáticas faz?

Estratégias de dívida problemática (DP) e de situações especiais representam USD 440 bi, cerca de 3,5% dos ativos sob gestão (AUM) dos mercados privados.

Investimentos desejados

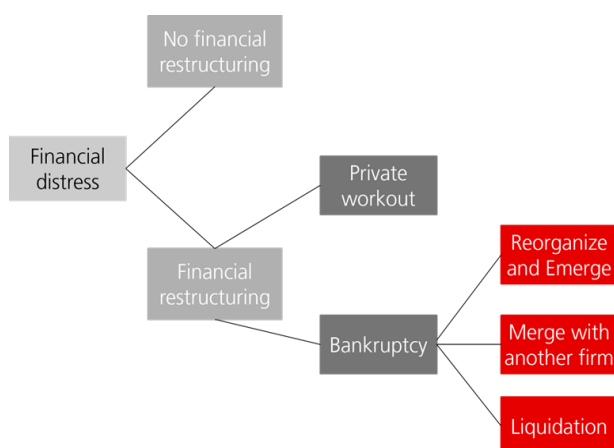
- A estratégia de dívida problemática visa empresas que estão com problemas financeiros e estão à beira da falência ou falidas.
- A estratégia tem como objetivo monetizar os investimentos, extraindo o máximo valor possível dos ativos por meio da normalização da rentabilidade da empresa, reestruturação ou liquidação dos ativos.
- Muitas vezes, os títulos problemáticos são menosprezados pelo mercado, devido a:
 - 1) problemas para realizar análises financeiras em empresas em dificuldades,
 - 2) presença de situações jurídicas complexas e
 - 3) falta de fontes de informação externas confiáveis sobre a empresa.

Como as dificuldades surgem?

- Um típico alvo de dívida problemática é uma empresa que está à beira da falência ou falida. Essas empresas estão com dificuldades de cumprir as obrigações de pagar os juros com os fluxos de caixa existentes.
- A empresa pode se tornar problemática como resultado de balanços excessivamente alavancados, perda de sua posição competitiva, problemas com litígios/regulatórios ou falta de acesso a capital.
- O crédito para mutuários em dificuldades pode ser negociado de forma pública ou privada. Oportunidades para comprar uma dívida problemática podem se apresentar quando os proprietários da dívida (fundo mútuo ou investidor institucional) são obrigados a se retirar do crédito problemático devido a restrições de posse. Além disso, os fundos de DP conseguem identificar devedores privados com negócios que não estão acompanhando o planejamento.

Fig. 1: Ilustração de dificuldades financeiras

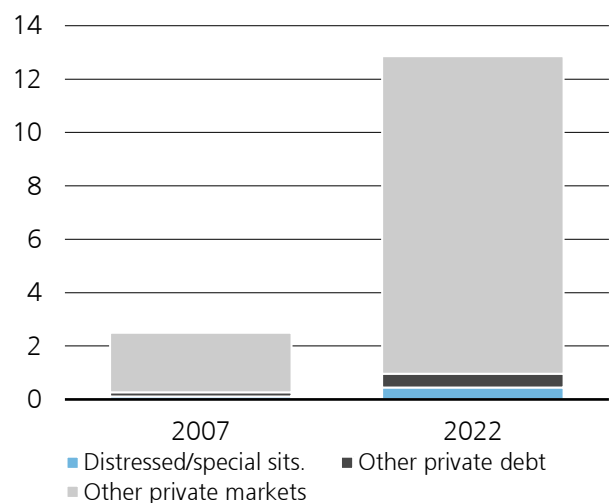
Investimentos problemáticos podem englobar vários cenários, com ou sem envolvimento de tribunais



Fonte: UBS

Fig. 2: O setor do mercado privado aumentou rapidamente na última década

Com mais de USD 400 bi, situações problemáticas/especiais representam cerca de 3,5% do total de AUM nos mercados privados



Fonte: Pitchbook e UBS. Exposição total no final do ano. Dezembro de 2023

Processo de reestruturação

Gestores de dívidas problemáticas conduzem análises financeiras para avaliar os fluxos de caixa e responsabilidades da empresa subjacente, além de realizar a due diligence jurídica para entender direitos e obrigações contratuais e ajudar a lidar com as leis de falência.

- Estratégias ativas para dívidas problemáticas possibilitam a aquisição de grandes posições na dívida ou capital de uma empresa, uma vez que são oferecidas com deságio significativo nos preços, para assumir uma posição de controle e influenciar decisões.
- A posição problemática pode exigir uma reestruturação a fim de reorganizar obrigações pendentes para manter a empresa operando.
- Durante a reestruturação, os gestores de DP podem ajudar a estender os prazos de vencimento, adiar o pagamento de juros da dívida em aberto ou obter/oferecer um financiamento emergencial. Outras medidas podem envolver a renegociação de aluguéis e contratos, corte de gastos, aumento das vendas e descarte de ativos não essenciais. O fundo também pode formar comitês de credores e fazer parte do conselho administrativo para influenciar os resultados.
- Após a reorganização, o fundo de DP consegue trocar parte da sua dívida por posições de capital, o que pode aumentar os retornos quando a empresa se recuperar.
- O processo de reestruturação pode ser realizado por um acordo privado entre os credores e os devedores no qual eles renegociam os termos do empréstimo que está em atraso. Acordos extrajudiciais podem ser menos dispendiosos e os termos de negociação são mais flexíveis comparado com a passagem pelos tribunais de falências.
- Embora sejam mais caros, os tribunais de falências podem oferecer uma proteção jurídica formal contra os credores e permitir que a empresa continue em funcionamento.
- Caso contrário, a empresa pode ser liquidada se for estabelecido que a empresa em funcionamento tenha menos valor do que os seus ativos. Nesse caso, um fundo de DP que comprou a dívida (geralmente prioritária na estrutura do capital) com um deságio significativo, pode lucrar se o valor de recuperação for maior que o preço de compra.

Período de retenção e saída

- Um período típico de investimento é cerca de 3 a 5 anos, e o fundo tem em média uma duração de 10 anos.
- Os retornos são principalmente derivados da valorização do capital, uma vez que a dívida comprada com deságio é “reduzida ao valor nominal” do refinanciamento ou da liquidação dos títulos detidos (por exemplo, ao comprar a dívida a 50 centavos e recuperar 70 centavos), mais qualquer rendimento distribuído dos títulos da dívida. Os retornos podem variar de acordo com o uso da alavancagem, que tende a ser limitado.
- Existem várias opções de saída para ativos após a reorganização, inclusive uma venda para um comprador estratégico, IPO, recapitalização com os proprietários existentes ou revenda de títulos no mercado.

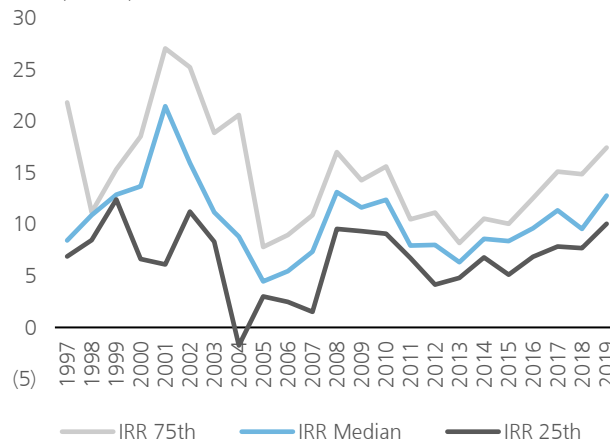
Fontes de agregação de valor

Os gestores de DP usam sua experiência em análises financeiras, seu conhecimento jurídico especializado e a execução operacional para identificar, avaliar e monetizar ativos em dificuldades financeiras.

- Ampla capacidade de obtenção de recursos: Os gestores que possuem um profundo conhecimento do setor e uma ampla rede de consultores financeiros/jurídicos conseguem aproveitar muito mais oportunidades e oferecer a vantagem de serem os primeiros a concluir as transações, evitando, assim, leilões competitivos.
- Análises rigorosas de crédito: Análises fundamentais rigorosas de crédito ajudam a avaliar as vantagens e sutilezas de cada situação, principalmente para ativos mais complexos e ilíquidos cujo valor é difícil avaliar. A experiência de vários ciclos de crédito pode oferecer melhores perspectivas para possíveis oportunidades.
- Flexibilidade em várias regiões, setores e estruturas de capital: Ter flexibilidade para investir em vários países, setores e várias partes da estrutura de capital (dívida e capital) pode ampliar as oportunidades em diversos ambientes macroeconômicos.
- Conhecimento jurídico especializado: As equipes do fundo precisarão de muitos recursos para conduzir a due diligence jurídica. O conhecimento das leis regionais de falência e acordos de crédito é fundamental para lidar com o processo de investimentos problemáticos.
- Experiência na reestruturação: Exercer influência sobre outros credores, formular/executar planos de reestruturação e introduzir mudanças operacionais para estabilizar os fluxos de caixa pode ajudar a melhorar as perspectivas da empresa.
- Gerenciamento do processo de saída: Gestores de fundos interagem com banqueiros de investimentos e pedem aos compradores negociar as opções de saída em nome dos investidores para melhorar a monetização dos ativos investidos. Os gestores também precisam ajustar o momento de saída de forma eficaz, de acordo com a possível ciclicidade das participações de base.

Fig. 3: TIR da dívida problemática por ano de oportunidade 1997 a 2019

O alto grau de dispersão dentro de cada ano de oportunidade mostra a importância da seleção de um gestor (em %)



Fonte: Pitchbook e UBS, dezembro de 2023

Análise de desempenho

Introdução aos retornos dos anos de oportunidade

- Os retornos do mercado privado são avaliados usando o ano de oportunidade, **o ano em que acontece a primeira entrada de capital em um projeto ou organização.**
- Por exemplo, se o fundo hipotético ABC relatou uma TIR de 15% no ano de oportunidade 2005, o ABC foi instaurado em 2005, e a TIR reflete toda a atividade de investimento que aconteceu ao longo do seu ciclo de vida: contribuições e distribuições feitas em 2005, 2006, 2007 etc. até o encerramento do fundo.
- Se o fundo hipotético XYZ relatou um TVPI de 1,3x no ano de oportunidade 2008, o fundo obteve um retorno de USD 1,30 para cada USD 1 investido ao longo da duração do fundo.

Desempenho histórico

- A TIR média dos anos de oportunidade de DP de 1997 a 2019 é 9,6%. O desvio padrão da TIR dos anos de oportunidade é 3,7% durante o mesmo período.
- O TVPI médio dos anos de oportunidade de DP de 1997 a 2019 é 1,36x. O desvio padrão do TVPI dos anos de oportunidade é 0,19x durante o mesmo período.
- 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 dívida problemática.

Dívida problemática e o ciclo econômico

- Em geral, a oportunidade para DP é anticíclica, pois o menor crescimento dos lucros corporativos, níveis de dívida e taxas de juros mais elevados e altas taxas de inadimplência apoiam estratégias de DP.
- No entanto, observamos que gestores que usam estratégias mais amplas de “situações especiais” conseguem oferecer liquidez nos mercados que sofrem com as desarticulações causadas por fatores não macroeconômicos/idiossincráticos, podendo gerar possíveis oportunidades durante todo o ciclo econômico.
- Os retornos das dívidas problemáticas registraram um pico na TIR média dos anos de oportunidade durante turbulências no mercado (2001, 2008). Esses anos produziram retornos excepcionais devido às desarticulações da avaliação, acesso limitado a capital e maiores taxas de inadimplência.
- A dívida problemática registrou menores TIR médias entre 1997 e 2005, o que corresponde aos anos de oportunidade que ocorrem 3 a 4 anos antes do capital chegar ao auge. Durante esses anos, devido aos ambientes macroeconômicos favoráveis, as perspectivas de retorno ficaram mais moderadas.

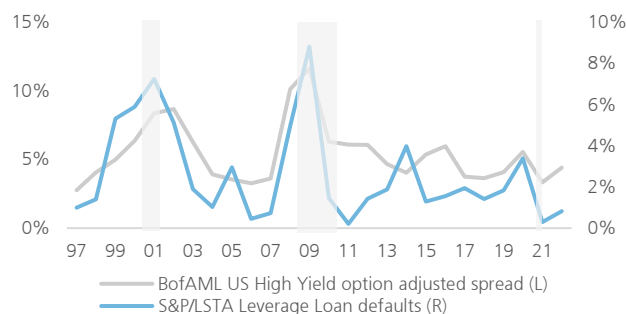
- Os anos de oportunidade mais recentes (2011 a 2018) também mostraram retornos mais moderados, causados por um número menor de inadimplências e desarticulações nos mercados de crédito.

Dívida problemática em sua carteira

- As estratégias de dívida problemática podem oferecer um elemento de oportunidades contrárias e anticíclicas nos mercados de créditos, em comparação com uma exposição tradicional somente com posições positivas de renda fixa.
- Estratégias de dívida problemática acrescentam uma exposição idiossincrática a empresas ou ativos que não são negociados com frequência nos mercados públicos.
- Apesar de serem mais ilíquidas do que estratégias de dívidas problemáticas de hedge funds, gestores privados podem extrair um valor diferenciado acrescentando tempo e complexidade ao processo de reorganização, com a exposição do capital possivelmente aumentando os retornos.

Fig. 4: Spreads do tipo high yield e taxas de inadimplência de empréstimos alavancados

Spreads mais amplos e taxas de inadimplência mais altas indicam um mercado favorável para gestores de dívidas problemáticas



Fonte: Federal Reserve de St. Louis, S&P LCD, estimativas do UBS Observação: Leverage loan defaults reflect (Last 12 month \$ of defaults) / (total outstanding). Dezembro de 2023

Riscos

- Estratégias de dívida problemática trazem um alto grau de risco de crédito com uma possível ampliação dos spreads e oscilações de preços devido à natureza conturbada das empresas/ativos de base.
- Os gestores podem enfrentar restrições (por motivos legais ou do mercado) e talvez não consigam vender um ativo ao preço desejado.
- A reestruturação é um processo complexo. Muitos eventos estão fora do controle dos gestores, inclusive regulamentos não previstos, reorganizações que não tiveram êxito ou erros de cálculo em relação aos ativos subjacentes.
- Apesar do empenho dos gestores para procurar investimentos em todo o ciclo do mercado, a falta de oportunidades pode reduzir os retornos dos investidores devido às taxas. Fatores adversos do mercado podem afetar o ambiente de saída para certos investimentos.
- Considerando o tempo e os recursos necessários para analisar e concluir a reestruturação, os gestores podem manter carteiras bastante concentradas.
- Pode haver riscos de reputação ao investir com estratégias de dívida problemática. Alguns gestores podem usar estratégias percebidas como controversas (p. ex., investimentos oportunistas), o que pode resultar em ações judiciais ou atrair críticas públicas e da imprensa.
- Além disso, há outros riscos que se aplicam ao mercado privado em geral, inclusive a falta de transparência, iliquidez, taxas elevadas e longos períodos de bloqueio.
- Não é possível eliminar esses riscos completamente, mas eles podem ser significativamente reduzidos por meio de uma due diligence minuciosa e processos rigorosos de investimento e monitoramento.



Apêndice

Definições selecionadas

- **Correlação:** o grau em que as oscilações de uma variável são semelhantes às 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, uma vez que a métrica superior geralmente deve ser várias vezes maior do 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 do portfólio de base.
- **Fluxos de caixa:** o fluxo de caixa é o valor líquido de dinheiro e equivalentes de dinheiro sendo transferido 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 na qual 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 distribuído novamente ao 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 variam 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 (distribuições 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 diante de obrigações subordinadas e o capital sobre os ativos de uma empresa em caso de liquidação.
- **Dívida subordinada:** empréstimo ou título que fica abaixo de outros empréstimos ou títulos em relação à reivindicação sobre ativos ou lucros. Em caso de inadimplência do devedor, os credores que possuem uma dívida subordinada não serão pagos 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 quando o capital recebe contribuições do capital de risco, um fundo de participações privadas ou uma parceria proveniente de seus investidores.

- **M&A:** fusões e aquisições (Mergers & Acquisitions, em inglês) 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 várias transações 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 é menos de 50% de uma entidade específica.
- **Spin off:** descreve a separação de uma empresa independente de uma matriz.
- **Disposições de controle:** projetadas para oferecer um grau de influência sobre assuntos operacionais e comerciais importantes.
- **Direitos 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 específica. 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 os juros 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, 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 possíveis 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 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"), derivados, títulos em dificuldades, títulos que não são os 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 forem 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 dos EUA, as alterações na taxa de câmbio entre o dólar dos EUA 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 se destina exclusivamente para **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 se referem 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) avaliação 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 compradas ou vendidas 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 se baseia 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 de 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 avaliação. Como consequência, exceto no caso de determinadas projeções econômicas (para as quais o UBS Global Research poderá colaborar), recomendações de investimento, classificações, metas de preços e avaliações 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 aconselhamento 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. 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, estão disponíveis mediante solicitação do seu consultor de cliente.

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 dos EUA. Todas as transações efetuadas por um cidadão dos EUA sobre títulos mencionados neste relatório deverão ser realizadas por intermédio de um corretor dos EUA registrado e afiliado do UBS e não por intermédio de uma filial não norte-americana. O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade de valores mobiliários ou investimento 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.