

# Uma introdução às ações: Perguntas mais frequentes

## Compreendendo as ações

Autores: Rudolf Leemann, Analista, UBS Switzerland AG; Caroline Simmons, CFA, Estrategista, sucursal de Londres do UBS AG; Lachlan Towart, Analista, sucursal de Londres do UBS AG; Ashim Thakur, Analista associado, UBS Switzerland AG

- Este relatório educacional apresenta uma introdução às ações em formato de perguntas e respostas.
- Ações representam participações societárias em uma empresa. Com o tempo, tendem a proporcionar um dos maiores retornos comparados àqueles de outras classes de ativos.
- Neste relatório, examinamos diferentes aspectos do investimento em ações, incluindo: A) o papel das ações em uma carteira, B) como investir em ações listadas, e C) como calcular o valor de ações.



Fonte: Jessica Peterson

### Sumário

Ações são instrumentos financeiros que representam participações societárias em uma empresa. Com o tempo, ações tendem a proporcionar um dos maiores retornos comparados àqueles de outras classes de ativos, porém, com um maior nível de risco.

As ações são um componente importante de uma carteira diversificada e podem ajudar a preservar o poder de compra ao longo do tempo. Entretanto, a alocação específica em ações nas carteiras dos investidores será determinada em parte pelo perfil de risco do investidor. Investidores com maior tolerância a risco e horizontes mais longos geralmente devem ter alocações mais altas em ações.

Os rendimentos das ações são influenciados por uma combinação de valorização (ou depreciação) do capital e renda ou retorno em forma de dividendos. Os rendimentos são influenciados por variáveis macroeconômicas como crescimento do PIB, inflação, taxas de juros e moedas. Os retornos de capital podem ser divididos em crescimento de lucros e mudanças de avaliação.

As ações podem ser classificadas como cíclicas ou defensivas, com base em quanto a demanda pelos produtos e serviços que a empresa vende varia em relação ao crescimento econômico subjacente. Esses grupos de ações exibem características diferentes do ponto de vista do investidor.

As ações também podem ser classificadas por fatores financeiros ou fundamentais, o que é conhecido como investimento baseado em estilos.

Há diferentes formas de investir em ações, incluindo fundos negociados em bolsa, fundos de gestão ativa ou ações individuais. Cada uma oferece vantagens e desvantagens, incluindo custo, liquidez e potencial de desempenho superior.

Uma boa empresa não é necessariamente um bom investimento, já que as avaliações exercem um papel importante sobre os retornos. As avaliações podem ser comparadas usando-se métricas padronizadas, inclusive quocientes preço/lucro (P/L). Colocando-se de modo muito simples, quando a relação P/L é baixa, uma empresa é considerada "barata", e quando é alta, a empresa é considerada "cara". Teoricamente, a avaliação de uma ação é igual ao valor presente dos seus fluxos de caixa futuros.

*Este relatório visa servir como uma introdução às ações e ao investimento em ações. Está organizado no formato de perguntas frequentes, abrangendo três grupos principais de tópicos: A) o papel das ações em uma carteira, B) como investir na prática em ações listadas e C) como calcular o valor de ações. Uma resposta mais técnica a essa última pergunta é dada no [apêndice](#).*

## Conteúdo

1. Por que investir em ações?	2
2. Como as ações se enquadram em uma carteira de investimentos?	2
3. O que influencia os retornos das ações?	3
4. Como as variáveis macroeconômicas afetam as ações?	4
5. Como o ciclo econômico afeta as ações?	5
6. O que é investimento baseado em estilo?	5
7. Como posso investir em ações?	5
8. Uma boa empresa é sempre um bom investimento?	6
9. Quais são os aspectos importantes da avaliação?	6
10. Afinal de contas, o que é uma ação?	7
11. Qual é a estrutura de capital típica de uma empresa?	7
12. Retornar dinheiro aos acionistas ou reinvestir na empresa?	8
13. As ações preferenciais são preferíveis às ações ordinárias?	8

## A) Ações em um contexto de carteira

### 1. Por que investir em ações?

#### No longo prazo, as ações proporcionam os melhores retornos.

As ações representam uma participação societária em uma empresa. Como o crescimento do valor nominal da produção econômica ao longo do tempo se acumula para os proprietários do capital utilizado para gerar esse crescimento, as ações deveriam oferecer o melhor retorno potencial de longo prazo aos investidores. Dados de longo prazo geralmente confirmam isso, com as ações superando a maioria das outras classes de ativos em períodos de cinco anos ou mais. Portanto, uma razão importante para investir em ações é aumentar o patrimônio e manter o poder de compra no médio a longo prazo.

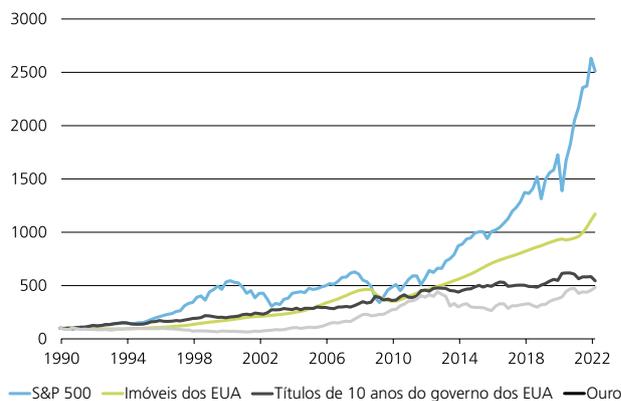
#### Os retornos mais altos geralmente vêm com maior volatilidade.

No entanto, os investidores em ações também devem arcar com perdas ou desacelerações do crescimento econômico. Assim, embora as ações ofereçam retornos mais altos, elas também vêm com maior volatilidade (ou seja, as oscilações de preços do título tendem a ser maiores do que as de outras classes de ativos). Quando se fala de volatilidade em um contexto de investimento, muitas vezes nos referimos ao "desvio padrão" dos retornos. Um baixo desvio padrão significa que os retornos flutuam menos e tendem a estar próximos da média; inversamente, um alto desvio padrão significa que a dispersão dos resultados é maior. Por exemplo, desde 1990 as ações têm proporcionado os maiores retornos totais, seguidas por imóveis e títulos do governo, enquanto o ouro fica para trás (Fig. 1). Durante esse período, as ações americanas (baseadas no S&P 500) tiveram um retorno de 11% ao ano com volatilidade de 16%, enquanto os títulos americanos (títulos do governo

americano de 10 anos) tiveram um retorno de 5% ao ano com volatilidade de 8%. Utilizamos ativos americanos para esta comparação porque eles oferecem a série de dados mais longa.

### Fig. 1: As ações proporcionam um dos melhores retornos no longo prazo

Os retornos totais de ações americanas, títulos do governo, imóveis e ouro, com a base ajustada para 100 desde 1990



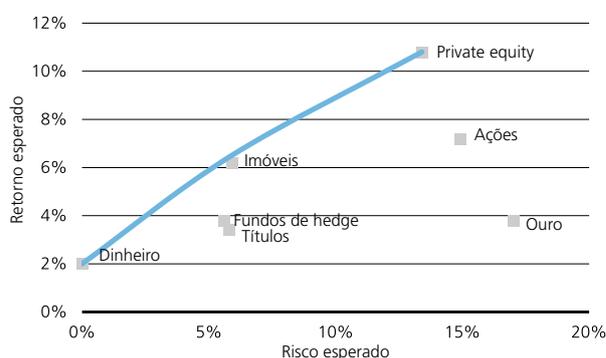
Fonte: Thomson Reuters, FactSet, UBS, em abril de 2022

### 2. Como as ações se enquadram em uma carteira de investimentos?

Ao analisar carteiras de investimento, deve-se levar em conta a "fronteira eficiente" – o conjunto de carteiras ideais que oferecem os melhores retornos para um determinado nível de risco. Combinando várias classes de ativos, podemos criar melhores retornos ajustados ao risco do que poderíamos obter mantendo classes de ativos individuais isoladamente (Fig. 2). Em outras palavras, com risco semelhante, uma carteira gera melhores retornos do que uma única classe de ativos ou um único ativo. Esse retorno máximo para qualquer nível de risco – a fronteira eficiente – é a razão fundamental por trás dos princípios das melhores práticas de investir de forma diversificada.

### Fig. 2: Investir de forma diversificada proporciona melhores retornos ajustados ao risco

Expectativas de risco por classe de ativos (eixo horizontal) e de retorno (eixo vertical) para os próximos 15 anos em USD; estimativas do UBS



A composição dos títulos públicos reflete a de uma carteira equilibrada em USD.

Fonte: UBS, em janeiro de 2022

Previsões não são um indicador confiável de desempenho/resultados futuros.

A proporção de ações alocadas na carteira de um investidor será determinada em parte por seu perfil de risco. Os investidores que têm uma maior tolerância ao risco e horizontes de investimento mais longos geralmente devem ter maiores proporções de ações em suas carteiras do que os investidores mais conservadores que têm uma menor tolerância à volatilidade ou horizontes de tempo de investimento mais curtos. Seu consultor de investimento deve ser capaz de ajudá-lo a determinar a alocação correta entre ativos e regiões, tendo em vista seus objetivos financeiros.

### 3. O que influencia os retornos das ações?

Como a maioria dos ativos financeiros, os retornos das ações podem ser decompostos em mudanças no valor do capital do ativo e na renda gerada por possuí-lo. Enquanto os investidores geralmente consideram as ações atraentes devido ao potencial de ganhos de capital, dados históricos mostram que os dividendos contribuem com uma proporção significativa dos retornos totais ao longo do tempo. Isto é particularmente verdadeiro quando os dividendos são reinvestidos.

O **retorno de capital** pode, por sua vez, ser decomposto em um componente de crescimento dos lucros e um componente de mudança da avaliação.

No longo prazo, o crescimento dos lucros para o mercado de ações como um todo deve se aproximar do crescimento econômico (em termos nominais) dos países aos quais está exposto. Entretanto, a dinâmica no curto prazo pode ser muito mais volátil, pois a alavancagem operacional e os movimentos de estoques tendem a ampliar o impacto das mudanças na demanda associada ao ciclo comercial.

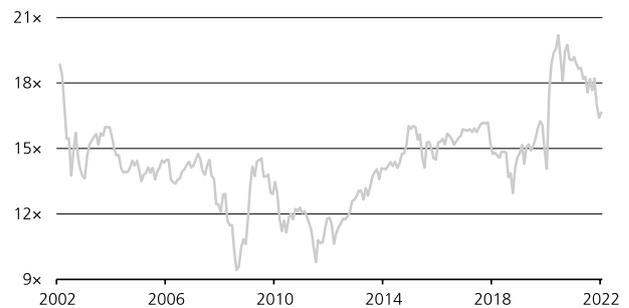
As mudanças ocorridas na avaliação também afetam o retorno do capital de uma ação ou do índice agregado. Em termos simples, a avaliação pode ser considerada como o "preço" de uma ação ou índice agregado, e é mais comumente descrita em termos de múltiplos de lucro (tipicamente quociente preço/lucro, ou P/L) ou retorno em forma de dividendos. Vistos de cima para baixo, os múltiplos são determinados por uma série de fatores macroeconômicos e de sentimento do mercado, incluindo taxas de juros, inflação, posição no ciclo econômico e a demanda geral por ações (consulte a pergunta 4), enquanto que no nível específico da empresa, as perspectivas de crescimento, o lucro sobre a ação e a percepção dos investidores sobre o risco de uma empresa são todos importantes.

Atualmente, os múltiplos de P/L globais estão ligeiramente acima dos níveis médios dos últimos 20 anos, tendo atingido seu pico em agosto de 2020. Houve uma variação substancial ao longo do período (Fig. 3). Observe que os múltiplos futuros mais altos não coincidem necessariamente com os níveis de pico do mercado, pois um múltiplo de P/L alto também pode refletir uma baixa previsão de lucros, como foi o caso em meados de 2020, quando o mercado estava se recuperando dos níveis baixos causados pelo coronavírus. Um padrão semelhante

também pode ser visto no nível de uma ação individual em setores com tendências de lucros altamente cíclicas, tais como o setor automotivo ou de mineração. No Apêndice, apresentamos uma visão mais detalhada da teoria e das técnicas de avaliação de ações.

Fig. 3: MSCI AC World, P/L desde 2002

Mensal, com base nos lucros móveis futuros de 12 meses (múltiplo de P/L)

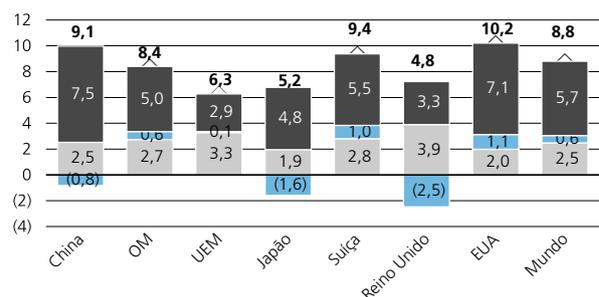


Fonte: FactSet, UBS, em abril de 2022

A contribuição relativa do crescimento dos lucros, mudanças na avaliação e dividendos para o rendimento geral das ações varia no curto prazo, de acordo com o ambiente econômico: Se os lucros estiverem aumentando fortemente, ou os múltiplos estiverem se expandindo, os retornos de capital prevalecerão sobre a renda. Em um horizonte suficientemente longo, as mudanças de avaliação devem se cancelar e os rendimentos das ações devem se aproximar do crescimento nominal global do PIB. Nos últimos 20 anos, por exemplo, a avaliação tem contribuído de um modo ligeiramente positivo para os retornos totais das ações globais, embora, em uma base regional, a China, o Japão e o Reino Unido tenham sofrido reduções (Fig. 4).

Fig. 4: Fontes de retorno anualizado nos principais mercados acionários, 2004-21

Valores em %



■ Rendimento dos dividendos ■ Mudança de PL ■ Crescimento do EPS ◇ Retorno total

Com base nos índices de retorno total do MSCI, em USD; dividendos reinvestidos

ME = Mercados Emergentes; UEM = Zona do euro

Fonte: Citi Research, UBS, em dezembro de 2021

As diferenças no rendimento de dividendos e no crescimento dos lucros por região refletem variações nas taxas históricas de crescimento regional, tendências de longo prazo nas taxas de juros e preferências dos investidores por distribuição de dividendos em dinheiro. Por exemplo, o Japão teve durante

décadas taxas de juros próximas a zero, aplicando uma pressão descendente sobre o rendimento de dividendos do mercado acionário japonês, enquanto os investidores norte-americanos geralmente preferem a recompra de ações em vez de dividendos.

#### 4. Como as variáveis macroeconômicas afetam as ações?

Como explicado acima, os rendimentos de longo prazo das ações são essencialmente uma função do crescimento nominal do PIB. Porém, no curto prazo, os rendimentos das ações podem ser significativamente afetados por mudanças nas tendências de lucros e variáveis macroeconômicas.

As variáveis macroeconômicas impactam as ações de duas maneiras:

- **Impacto sobre os lucros.** A demanda na economia flutua de acordo com o ciclo econômico, que influencia e é influenciado pelas condições econômicas. Isso pode afetar os lucros das empresas, direta ou indiretamente.
- **Impacto sobre a avaliação.** Mudanças no nível de inflação, taxas de juros e outras variáveis macroeconômicas alteram as avaliações das ações, já que a taxa de retorno exigida e a taxa de desconto mudam. Essas também podem ter impacto na demanda agregada por ações, o que, por sua vez, afeta a avaliação e a liquidez.

As duas variáveis mais importantes são, possivelmente, as taxas de juros e a inflação.

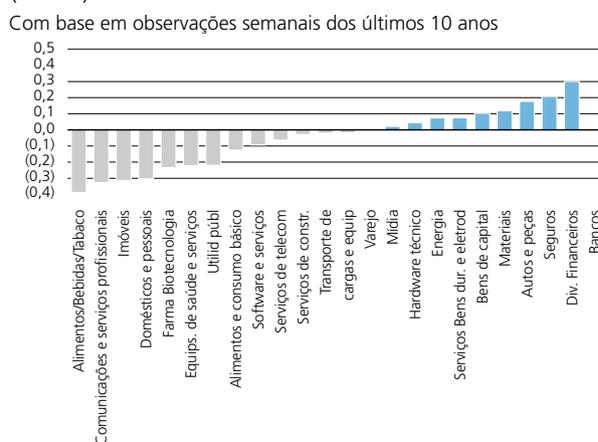
Dentro de faixas normais, as avaliações de ações tendem a se correlacionar negativamente com as **taxas de juros**: taxas mais altas ou maiores rentabilidades de títulos elevam a taxa de retorno necessária, o que reduz os múltiplos de P/L. Trata-se de uma simplificação, entretanto; o nível inicial das taxas, a velocidade da mudança e, potencialmente, até mesmo a mudança relativa das taxas de curto e longo prazo (a inclinação da curva da taxa de rendimentos) podem afetar a forma como as ações reagem às mudanças nas taxas. E o relacionamento pode não se manter quando os lucros estão aumentando mais rapidamente do que as taxas de juros; os bancos centrais tendem a apertar as condições financeiras no final do ciclo econômico, de modo que as taxas crescentes frequentemente coincidem com uma economia sólida e períodos de crescimento robusto dos lucros. Neste cenário, as ações podem continuar a ter um bom desempenho no ciclo de aumento de taxas, desde que o crescimento dos lucros permaneça saudável. Em outras palavras, deve ser considerado o efeito líquido das taxas de juros sobre os lucros e avaliações. De modo geral, quando o crescimento está aumentando com mais rapidez do que as taxas de juros, as avaliações ainda podem se expandir.

Alguns setores são mais responsivos a oscilações de rendimentos do que outros. Por exemplo, bancos e empresas de recursos básicos tendem a ter um desempenho superior quando os rendimentos de títulos públicos estão subindo de níveis baixos, enquanto setores mais defensivos, como os de saúde e de bens de consumo básicos, tendem a ter um desempenho inferior. Setores como varejo e telecomunicações mostram menor correlação

com as taxas de juros (Fig. 5). Essas correlações também podem mudar com o tempo à medida que setores passam de taxas de crescimento mais altas para taxas mais baixas ou devido à influência de fatores não econômicos, como regulamentação, que podem prevalecer temporariamente sobre o efeito das mudanças nas taxas de juros sobre as avaliações.

A relação das ações com a **inflação** é semelhante. Normalmente, uma inflação crescente empurra as taxas de juros para cima, já que os investidores em títulos exigem retornos mais altos, o que é negativo para as avaliações de ações, mas coincide com um forte crescimento econômico. Do ponto de vista dos lucros, as empresas acham mais fácil repassar os custos a seus clientes quando a inflação é mais alta (ou seja, elas têm o poder de precificar). Naturalmente, também enfrentam custos mais altos. A capacidade de uma empresa de repassar os custos depende do nível de comoditização de seus produtos e de sua posição de negociação com seus clientes. Historicamente, uma inflação estável em um nível baixo (em mercados desenvolvidos) é considerada ideal para o crescimento econômico e para avaliações do mercado de ações. Na ausência de crescimento econômico, a inflação por si só pode levar a uma desvalorização dos múltiplos de P/L à medida que a perspectiva de ganhos se deteriora diante de uma perspectiva ruim e alto desemprego – uma situação conhecida como "estagflação", sobre a qual falaremos mais em nosso [Tutorial do CIO: O que é estagflação, e os investidores deveriam se preocupar?](#).

Fig. 5: Correlação entre o desempenho relativo dos setores europeus e as mudanças nos rendimentos dos títulos do tesouro alemães (Bund)



Com base em observações semanais dos últimos 10 anos  
Fonte: UBS, em março de 2022

Além disso, há uma série de variáveis específicas a uma indústria ou setor. Por exemplo, os preços de energia e de commodities (particularmente petróleo) são um fator determinante importante no rendimento de ações de energia, mas também podem influenciar os lucros em outros setores onde a demanda é sensível ao aumento dos preços dos insumos. As condições de crédito são

importantes para os bancos, mas também influenciam as decisões de investimento de muitas empresas, o que pode ter impacto nos lucros de seus fornecedores, e assim por diante. Muitos setores têm uma demanda específica ou fatores de custo que influenciam suas tendências de lucros. Entretanto, como observado acima, quando agregados, o efeito líquido é o de se aproximar ao crescimento nominal do PIB ao longo do tempo.

### 5. Como o ciclo econômico afeta as ações?

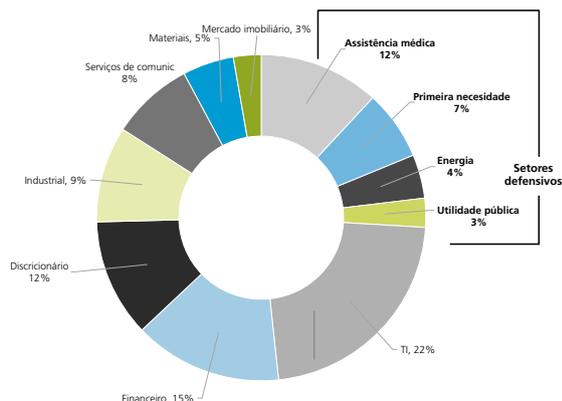
Diferentes indústrias e setores têm diferentes sensibilidades em relação ao ciclo econômico.

- **Cíclicas.** Os lucros destas empresas tendem a aumentar e diminuir bastante ao longo do ciclo à medida que a demanda flutua. Costumam ter alta alavancagem operacional, o que amplifica as oscilações nos lucros. Os setores cíclicos incluem os setores industriais, de matérias-primas, de consumo discricionário, financeiro, tecnológico, de serviços de comunicação e imobiliário.
- **Defensivas.** Essas empresas normalmente enfrentam uma demanda estável e têm relativamente pouca variação nos lucros ao longo do ciclo econômico. Os setores defensivos clássicos são os de consumo básico, saúde e serviços públicos, enquanto a energia também apresenta características defensivas. Entretanto, as tendências de lucros das empresas de energia podem passar por ciclos acentuados devido à evolução dos preços das commodities.

No geral, as empresas cíclicas tendem a superar o desempenho durante períodos de expansão econômica quando o crescimento dos lucros é robusto, ao passo que as defensivas oferecem tendências de lucros mais estáveis e, portanto, tendem a superar o desempenho nas fases de desaceleração e recessão. Mas ainda é importante considerar os fundamentos específicos a setores e ações que influenciam os lucros das empresas. Atualmente, os setores cíclicos constituem cerca de 74% da capitalização dos mercados desenvolvidos globais (Fig. 6), próximos ao topo de sua faixa nos últimos 20 anos (60% a 76%).

Fig. 6: Setor global dividido entre setores defensivos e cíclicos

Ponderação percentual no índice, com base no MSCI AC World



Fonte: FactSet, UBS, em março de 2022

### 6. O que é investimento baseado em estilo?

O investimento baseado em estilo é uma maneira diferente de classificar ações que leva em consideração as suas características ou "fatores" financeiros ou fundamentais. A seleção cuidadosa dos estilos adequados à posição no ciclo pode melhorar os resultados do investimento e reduzir drawdowns (quedas dos valores dos ativos em relação à sua cotação máxima). Para mais informações, consulte o relatório do CIO "[Invest with style.](#)"

## B) Como investir na prática em ações listadas

### 7. Como posso investir em ações?

Há três formas principais de investir no mercado de ações:

- Veículos passivos, por exemplo, fundos negociados em bolsa de valores (ETFs)
- Fundos tais como um fundo de ações de gestão ativa
- Ações individuais

#### a. Fundos negociados em bolsa

Um fundo negociado em bolsa (ETF) é geralmente uma estrutura de investimento passivo que procura replicar o retorno de um índice de ações. As decisões sobre quais ações comprar, quantas possuir e quando vender são conduzidas pelas regras do índice. Há ETFs físicos ou baseados em dinheiro onde o fornecedor realmente compra e detém as ações do índice que rastreia. Há também ETFs sintéticos nos quais o índice é reproduzido sinteticamente (frequentemente usando instrumentos derivativos denominados swaps), e o detentor do ETF, embora obtenha uma exposição semelhante à do mercado, também pode estar exposto ao risco da contraparte (os riscos associados com o emissor subjacente dos derivativos). Os ETFs estão disponíveis em unidades de acumulação (os dividendos são reinvestidos) ou de distribuição (os dividendos são pagos).

A vantagem de investir via ETFs é que os investidores obtêm uma boa diversificação, já que compram uma unidade do ETF, o que lhes dá acesso a toda a gama de empresas do índice subjacente. Os ETFs podem ter um custo mais baixo do que os fundos de gestão ativa, tendem a oferecer liquidez intradiária e podem ser mais eficientes em termos fiscais. Uma das desvantagens dos ETFs é não estarem disponíveis para todos os índices. Com os ETFs acompanhando os índices de referência tradicionais, isto significa que os investidores geralmente perdem a oportunidade de ter um desempenho superior à média. Há também uma gama cada vez maior de ETFs temáticos que procuram fornecer exposição a investimentos temáticos não capturados facilmente por um índice existente. Esses ETFs podem ser geridos ativamente, mas continuam a oferecer as vantagens dos ETFs tradicionais em termos de taxas relativamente baixas e liquidez intradiária.

#### b. Fundos de ações de gestão ativa

Os fundos de gestão ativa são veículos de investimento abertos ou fechados que possuem uma seleção de ações

escolhidas por um gestor de fundos. O investidor, por sua vez, compra uma unidade ou ação do fundo. As estruturas dos fundos abertos em geral variam conforme a jurisdição e incluem veículos como fundos mútuos, SICAV (société d'investissement à capital variable) e OEICS (open-ended investment companies). As estruturas abertas podem emitir e resgatar unidades do fundo a qualquer momento. Enquanto isso, estruturas fechadas, tais como fundos de investimento, têm um número fixo de ações em emissão e, a partir de então, as ações são negociadas entre investidores. Estruturas fechadas são menos comuns do que as estruturas abertas. Uma vantagem dos fundos de gestão ativa é que o gestor do fundo tem a capacidade de selecionar empresas para investir, incluindo o uso de manutenção de dinheiro em caixa, tornando possível obter um desempenho superior à referência do índice. Uma desvantagem de usar um fundo de gestão ativa é que o gestor do fundo pode fazer seleções ruins e, portanto, ter um desempenho inferior ao do índice. As taxas de gestão ativa também costumam ser mais altas do que as de gestão passiva.

### c. Ações individuais

Empresas de capital aberto listam suas ações em uma bolsa de valores. Isso permite que os investidores comprem e vendam ações da empresa diretamente e com facilidade. Isso normalmente é feito através de uma conta de corretagem em uma instituição financeira. Uma vantagem de usar esse método é que o investidor detém as ações diretamente e geralmente tem direito a voto; as bolsas são normalmente líquidas e os investidores podem negociar ao longo do dia. Entretanto, os investidores sacrificam a diversificação, a menos que invistam em um grande número de ações individuais.

### 8. Uma boa empresa é sempre um bom investimento?

Embora seja tentador assumir que uma empresa de alta qualidade com produtos e retornos financeiros líderes do setor signifique um bom investimento, nem sempre isso é verdade. Vários fatores podem fazer com que uma boa empresa seja um mau investimento, e vice-versa.

Primeiro, "bom" é um termo subjetivo que pode significar coisas diferentes para diferentes investidores, de acordo com seus objetivos e preferências. Alguns investidores buscam proteção de capital, outros buscam fontes de renda confiáveis, enquanto que outros gostam de ver o valor dos seus investimentos aumentar.

Portanto, aspectos como horizonte temporal e metas de investimento são importantes. Em uma recessão, por exemplo, muitas empresas-líderes experimentarão uma queda nos lucros e nos preços das ações. No curto prazo, outras classes de ativos e estratégias de investimento geralmente têm melhor resultado do que as ações em termos de proteção do capital.

Mas uma consideração mais importante do ponto de vista do investidor é a avaliação da ação. Mesmo as melhores empresas têm um preço justo e, às vezes, as avaliações de ações populares atingem níveis que

só podem ser justificados por expectativas futuras irrealistas. Com tais empresas "precificadas pela perfeição", poderia haver mais riscos de queda do que de alta no preço das ações. Nesse caso, mesmo uma boa empresa pode não ser um bom investimento. Embora a direção da empresa possa ter feito um bom trabalho para obter essa avaliação, isso não beneficiará necessariamente novos investidores em ações.

Por outro lado, após um período de mau desempenho, uma "má empresa" poderia ser um bom investimento, já que a avaliação implícita no preço das ações desceu tanto que o risco de queda é anulado pelo potencial de alta, especialmente se os fundamentos da empresa melhorarem. Os investidores em valor buscam explorar essa situação comprando ações que acreditam estar fundamentalmente subvalorizadas.

## C) Como calcular o valor de ações

### 9. Quais são os aspectos importantes da avaliação?

Fornecemos uma explicação muito mais detalhada no apêndice, mas, essencialmente, o valor absoluto de uma ação é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. No entanto, para comparar uma ação com outra, usamos métricas relativas e padronizadas de avaliação, tais como a relação preço/lucro. Esse cálculo é feito tomando-se o preço da empresa por ação e dividindo-o pelos ganhos ou lucros por ação.

Em teoria, o múltiplo de P/L de uma ação deveria ser uma função da taxa de crescimento sustentável do seu lucro ou dividendos, do retorno sobre a ação e do retorno requerido pelos investidores. Na prática, essa relação tem as seguintes consequências:

- Ações com taxas de crescimento mais altas deveriam ser negociadas com múltiplos mais altos
- Ações com maior retorno sobre o patrimônio deveriam ser negociadas com múltiplos mais altos
- Ações consideradas mais arriscadas (ou seja, o retorno exigido pelos investidores é maior) deveriam ser negociadas com múltiplos mais baixos

#### *Avaliações relativas na prática*

Na prática, os investidores utilizam uma variedade de métricas de avaliações relativas para comparar empresas. Na [Tabela 1](#) (na página 11), destacamos uma série de metodologias comuns, juntamente com seus prós e contras.

Uma questão importante ao utilizar avaliações de P/L é entender a parte "L" da fração. Na prática, há três abordagens principais:

- **Previsão de lucros** (por exemplo, no próximo ano fiscal). Essa compara o preço com uma fonte publicada ou particular de previsões de lucros futuros, muitas vezes a expectativa "consensual" dos analistas que acompanham a empresa. As principais vantagens de utilizar lucros futuros são a consistência com a ideia

de que os mercados são prospectivos e uma abordagem uniforme quando se faz uma previsão de lucros de diversas empresas. A principal desvantagem é a tendência bem documentada dos analistas de superestimar o poder de lucro futuro das empresas. Entretanto, esse viés é razoavelmente consistente ao longo do tempo e entre empresas. Uma preocupação maior é que as previsões dos analistas muitas vezes perdem os pontos de inflexão na tendência de lucros ou no ambiente econômico de uma empresa, fazendo com que as ações pareçam mais baratas do que realmente são pouco antes de recessões ou desacelerações ou mais caras do que realmente são antes de uma expansão de lucros.

- **Lucros históricos** (por exemplo, últimos 12 meses consecutivos). Essa abordagem compara o preço a um número de lucros históricos reais, eliminando preocupações com o viés de previsão do analista. No entanto, por definição, uma medição retroativa dos lucros perderá os pontos de inflexão nas tendências de lucros e não levará em conta as ações corporativas e desdobramentos corporativos desde a última vez que a empresa relatou resultados financeiros. Os lucros históricos são mais úteis no agregado quando se considera a avaliação de um índice ou de um mercado regional.
- **Lucros móveis.** Essa abordagem utiliza uma média de lucros periódicos, por exemplo, os próximos quatro trimestres, para produzir uma previsão móvel. Isso tem a vantagem de suavizar as comparações ao longo do tempo, sendo frequentemente usado para estimar a avaliação de uma ação ou setor em relação ao seu próprio histórico.

#### Considerações de sustentabilidade

O conceito por trás da "sustentabilidade" é importante para a avaliação das ações. As considerações de sustentabilidade podem afetar tanto o lado "P" (preço) quanto o lado "L" (lucros) do múltiplo P/L, seja através de custos explícitos que afetam os lucros ou por meio dos retornos que os investidores requerem para manter o ativo. Alguns exemplos incluem:

- **Sustentabilidade das fontes de retorno ou vantagem competitiva.** Os investidores vêm se tornando mais conscientes sobre a estrutura ao redor dos danos ambientais ou sociais decorrentes das atividades comerciais de uma empresa. Da mesma forma, há oportunidades de negócios com maior sensibilidade em relação às credenciais de ESG. Isto pode levar a avaliações maiores ou menores, refletindo a maior sustentabilidade dos retornos dessas empresas.
- **Externalidades.** Da mesma forma, muitos setores geram custos que são arcados por outras partes ou pela sociedade como um todo, muitas vezes chamados de externalidades. Exemplos disso são a poluição com plásticos e as emissões de carbono. As regulamentações que quantificam esses custos estão se tornando cada vez mais difundidas, sendo aplicadas mais diretamente aos produtores. Isso pode levar a lucros ou avaliações menores para essas empresas ao longo do tempo.

- **Ativos improdutivos.** À medida que os modelos de negócios mudam para atender a novas regulamentações e aos custos de externalidades, alguns ativos podem se tornar ultrapassados ou antieconômicos para o uso. Isto poderia levar a retornos futuros mais baixos e avaliações menores.

Para um exame mais detalhado de investimentos sustentáveis, consulte a série de cartilhas de sustentabilidade do CIO, incluindo a [cartilha educativa sobre ações temáticas de ESG](#).

#### 10. Afinal de contas, o que é uma ação?

Do ponto de vista legal, a ação representa uma parcela de propriedade de uma empresa. Do ponto de vista contábil, patrimônio líquido é o valor que resta após a soma de todos os ativos de uma empresa e a dedução de seu passivo (Fig. 7). Nos mercados financeiros, uma "ação" está vinculada ao mesmo princípio, mas se refere ao valor de mercado de uma empresa. Se a empresa estiver listada publicamente em uma bolsa, o preço de uma ação multiplicado pelo número de ações emitidas é igual ao valor patrimonial atribuído à empresa pelo mercado.

O valor de mercado das ações de uma empresa flutua com base na percepção dos investidores sobre o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados e dos seus retornos requeridos (como explicado acima e no Apêndice). Enquanto a avaliação de uma ação reflete a avaliação do mercado sobre as perspectivas futuras, o valor contábil, ou "valor escritural" do patrimônio de uma empresa reflete eventos históricos, bem como princípios contábeis, e é relativamente estático.

Fig. 7: Balanço patrimonial simplificado

Ativos	Passivo
Curto prazo	Dívida
Longo prazo	Patrimônio

Fonte: UBS

#### 11. Qual é a estrutura de capital típica de uma empresa?

Vamos primeiro retroceder um pouco e examinar o propósito de uma empresa. Tipicamente, uma empresa é um empreendimento econômico que visa gerar lucro explorando uma ideia comercial sobre como atender uma demanda de mercado. Se tal ideia requer capital substancial (ou seja, é de capital intensivo), pode ser que os fundadores não tenham economias suficientes para financiar os investimentos e despesas necessários.

Primeiro, na constituição da sociedade, os fundadores precisarão suprir um capital mínimo que varia segundo o país e a estrutura jurídica. Muitas vezes, esse capital mínimo não é suficiente para atender a todas as necessidades de capital, exigindo que os fundadores contraiam empréstimos (dívidas) ou encontrem outros parceiros para compartilhar o risco fornecendo capital adicional.

Isso nos trás de volta à Fig. 7. Todos os credores fornecem seu capital com o objetivo principal de receber um retorno sobre o empréstimo (juros) por um período de tempo acordado, e depois receber o valor original do empréstimo no vencimento. Se a dívida for mantida até o vencimento, eles não têm nenhuma ganho adicional em relação àquele compromisso original.

Enquanto isso, os acionistas compartilham todo o risco econômico da empresa. Se o empreendimento for bem-sucedido e o valor da empresa aumentar mais do que o valor da dívida, seu valor patrimonial aumentará. Em tese, o potencial de ganhos é ilimitado. Entretanto, as ações também são o principal capital que absorve as perdas, o que significa que, se a empresa não tiver sucesso, os acionistas poderão perder todo o seu investimento.

Ao contrário da definição contábil de patrimônio líquido, porém, o valor atribuído à ação pelos mercados financeiros não pode ser negativo. Quando todo o capital for depreciado, outras partes interessadas (fornecedores de empréstimos, fornecedores, o governo e funcionários, entre outros) sofrerão consequências. Isso ocorre porque as leis oferecem diferentes estruturas de capital para a criação de empreendimentos comerciais. Essencialmente, todas as entidades com ações listadas em mercados públicos são estruturadas em entidades legais que limitam as perdas do investidor de capital ao nível de capital investido na empresa. Isso é feito através de estruturas legais como a incorporação (Inc.), sociedades anônimas (plc), sociedades limitadas (Ltd.), companhias por ações (AG, SA, SE, SpA, NV, KK) e outras. Todas essas estruturas, por lei, limitam o lado negativo para os acionistas quanto ao capital investido; as perdas não podem exceder este limite.

## **12. Retornar dinheiro aos acionistas ou reinvestir na empresa?**

Quando uma empresa gera um lucro líquido (ou seja, sobra dinheiro após pagar todas as despesas, juros, impostos e outros), ela tem opções para realocá-lo. Normalmente, isso é feito de três formas: 1) reinvestir em ativos tais como capacidade produtiva (isso é denominado despesas de capital, ou capex); 2) reduzir a dívida pagando títulos vencidos, resgatando-os antes do vencimento ou pagando empréstimos flexíveis; e 3) retornar dinheiro aos acionistas.

Os retornos dos acionistas assumem principalmente duas formas: dividendos e recompras de ações. Na teoria econômica, eles são equivalentes, salvo efeitos fiscais sobre a empresa ou o acionista. No entanto, eles têm efeitos de sinalização diferentes. Os dividendos são pagos aos acionistas em um nível que a empresa considera sustentável. Portanto, podem ser considerados um tipo (fraco) de anuidade.

A empresa tem sempre o direito de cancelar ou reduzir os dividendos, mas tal ação é muitas vezes um sinal de crise e interpretada como um mau sinal. O rendimento dos dividendos é calculado como o pagamento de dividendos por ação dividido pelo preço atual da ação.

Ao invés de pagar um dividendo – ou além de pagá-lo – a empresa pode decidir comprar de volta suas próprias ações no mercado aberto e cancelá-las posteriormente. Assim, reduz efetivamente o número de ações em circulação e, no processo, o valor de cada ação em circulação sobe. O benefício para a empresa é que isso oferece mais flexibilidade porque os investidores entendem que as recompras de ações podem aumentar ou diminuir no futuro. Ou então, a empresa pode optar pelo pagamento de um dividendo "especial" ou ocasional, o que, como o termo implica, não sinaliza nenhum compromisso de fazer pagamentos regulares desse retorno aos acionistas.

Em nossa opinião, a preferência da diretoria e do conselho quanto à alocação de capital deve se basear principalmente nas oportunidades de retorno. Reinvestir é a melhor escolha se o capital alocado tiver um retorno maior do que os retornos existentes ou para evitar que esses diminuam. Se isso não for possível, então é preferível um retorno aos acionistas, para que eles possam reinvestir os lucros em um empreendimento mais lucrativo. O pagamento da dívida reduz o custo do capital da dívida; uma política de dividendos consistente pode reduzir o custo do capital acionário. As recompras de ações são particularmente atraentes quando a sua avaliação, determinada pelo mercado, é baixa e oferece um retorno que excede aquele gerado pelo investimento nas próprias oportunidades incrementais de negócios de uma empresa.

## **13. As ações preferenciais são preferíveis às ações ordinárias?**

Algumas empresas emitem "ações preferenciais" além das ações ordinárias. Entretanto, o termo "ação preferencial" pode significar coisas diferentes em mercados diferentes, de acordo com os costumes e regulamentações locais. Em alguns casos, a ação preferencial tem até características mais parecidas com uma dívida e muitas vezes não tem direito a voto.

Em alguns mercados, a ação preferencial é uma participação que recebe um dividendo preferencial. Pode ser superior a um dividendo ordinário ou ser pago mesmo se as ações ordinárias não receberem um dividendo, por exemplo, durante uma fase difícil dos negócios. Ainda assim, a ação preferencial mantém suas principais qualidades de absorção de perdas.

Aqui, a ação ordinária é a "participação societária" normal, como descrito acima (ou seja, compartilha todos os aspectos positivos e, ao mesmo tempo, é o capital primário que absorve as perdas). Enquanto isso, a dívida é todo o capital fornecido com um vencimento e juros. Muitas empresas são estruturadas dessa forma simples (isto é, com ações ordinárias e dívida).

Em outros mercados, entretanto, a ação preferencial tem características de dívida com um valor nominal e uma taxa de juros variável, e vem com um recurso de resgate (ou seja, o valor nominal pode ser pago de volta se a empresa quiser fazer isso, normalmente com ágio). Isto leva a um movimento de preços mais volátil (isto é, arriscado) do que um instrumento de dívida clássico ou um título de dívida comum.

Parte dessa estrutura escalonada pode ser uma fonte de financiamento chamada "ação preferencial", que é uma espécie de "dívida híbrida". Assim, as empresas podem optar por ter uma estrutura de capital mais variada. Nesses casos, "ação preferencial" é quase um nome equivocado, pois não é uma participação societária de acordo com a nossa definição acima.

## Apêndice: Como calcular o valor de ações

Qual é o valor de uma ação? Essa pergunta aparentemente simples tem levado a muitas respostas complicadas, tanto na teoria financeira quanto na aplicação prática. Talvez a única resposta simples para a pergunta seja que não há uma resposta simples.

Nesta seção, apresentamos uma visão geral dos métodos comuns de avaliação de ações a partir de uma perspectiva mais de baixo para cima.

### Base teórica – soma dos fluxos de caixa descontados

Como todos os ativos financeiros, o valor teórico de uma ação é a soma do valor presente dos fluxos de caixa futuros que ela irá gerar. O desafio com ações é que, ao contrário dos títulos onde os fluxos de caixa futuros são conhecidos com certeza (relativa), os fluxos de caixa futuros para um detentor de ações só podem ser estimados com base em suposições atuais sobre o futuro ou extrapolações do passado. Além disso, a taxa usada para descontar fluxos de caixa de volta até o presente deve ser estimada ou presumida, pois não existe uma determinação independente do custo da ação ou da taxa de desconto. A maneira mais teoricamente correta de avaliar uma ação, então, é usar um modelo de fluxo de caixa descontado (DCF) que estima os fluxos de caixa futuros e desconta esses fluxos de caixa de volta até hoje. Observe que não dissemos que o DCF seja o modelo de avaliação mais exato; a sua exatidão depende da validade das muitas suposições usadas, tanto na previsão dos fluxos de caixa quanto na avaliação da taxa de desconto "certa"; e, na prática, a avaliação por DCF pode ser difícil e propensa a um viés de estimativa. Portanto, nos concentramos em abordagens práticas comuns de avaliação, embora valha a pena ter em mente essa base teórica.

### Lucro versus fluxo de caixa

Embora a geração de caixa seja o principal fator teórico da avaliação, além de ser uma métrica importante para avaliar a qualidade de um negócio, os ganhos (ou seja, os lucros) são frequentemente utilizados em vez disso como

um fator para o cálculo da avaliação. Isso porque os fluxos de caixa podem flutuar ou apresentar volatilidade ao longo do tempo, e não necessariamente mantêm correspondência com a renda e despesas do período de tempo em que são incorridos – os lucros são simplesmente mais fáceis de prever e interpretar. Além disso, embora os dividendos sejam a principal fonte de retorno de dinheiro para os acionistas e obviamente requerem dinheiro para serem pagos, a maioria das empresas baseia sua política de dividendos em sua trajetória de lucros em vez de fluxo de caixa.

### Avaliação dos dividendos em teoria – o Modelo de Crescimento de Gordon

O modelo mais simples de avaliação de ações, é um modelo básico de desconto de dividendos (DDM), normalmente conhecido como o Modelo de Crescimento de Gordon. Para uma empresa madura em um setor estável, os lucros e dividendos provavelmente crescerão a uma taxa estável. Isto nos permite usar uma fórmula simples para calcular o valor presente dos dividendos futuros, sujeito a uma série de suposições simplificadoras. O Modelo de Crescimento de Gordon pressupõe:

- Crescimento constante (g) de dividendos futuros a partir de uma base do próximo dividendo a ser pago (D)
- Taxa de retorno constante (k) exigida pelos investidores (para compensá-los pelo risco de possuírem ações)

Como o valor presente dos fluxos de caixa de cada ano futuro sucessivo fica menor à medida que avançamos no futuro, podemos somar todos os fluxos de caixa futuros descontados em um total finito usando uma fórmula simples:

$$P = D / (k - g)$$

Em outras palavras, o valor de uma ação é a soma do valor presente de seus dividendos futuros, descontado pelo retorno exigido do investidor, ajustado para o crescimento futuro dos dividendos.

Na realidade, muito poucas empresas apresentam as características de crescimento estável necessárias para que um DDM (Modelo de Dividendos Descontados) simples seja apropriado. Além disso, os investidores gostam de ter formas simples de comparar a avaliação de várias ações, assim como os títulos podem ser comparados usando o rendimento até o vencimento ou os spreads. Isto dá origem ao conceito de *avaliação relativa*.

### Avaliação relativa

As metodologias de avaliação relativa permitem aos investidores comparar as avaliações em oferta de um grupo de ações, ou da mesma ação ao longo do tempo. Isto contrasta com as avaliações (teoricamente) absolutas calculadas usando modelos de DCF. Muitas métricas de avaliação relativa são bastante simples de calcular; isto pode torná-las atraentes, mas também pode fazer com que os resultados sejam enganosos. É preciso ter sempre o cuidado de comparar coisas equivalentes. Métricas

semelhantes devem ser definidas da mesma forma, mas as diferenças nos princípios e estimativas contábeis, estrutura de capital e alíquotas fiscais podem influenciar as métricas da avaliação de uma empresa. Recomendamos tomar cuidado.

### Fundamento teórico de múltiplos

Não importa quão úteis sejam, é importante lembrar que avaliações por múltiplos são apenas um atalho para um modelo de fluxo de caixa descontado. Entretanto, há uma ligação fundamental entre múltiplos e DCF, que pode ser ilustrada de forma simplista expandindo a ideia básica por trás do Modelo de Crescimento de Gordon.

- $P = D / (k-g)$

Dividindo por lucros no mesmo ano que o dividendo (L):

- $P / L = (D / L) / (k-g)$

Isto dá uma expressão do múltiplo de P/L teórico de uma ação em termos de sua relação de pagamento de dividendos (D/L), sua taxa de crescimento sustentável e o retorno exigido pelos investidores. Mas, como nem todas as empresas optam por pagar um dividendo, pode ser útil considerar um passo adicional.

A parte dos lucros retidos como capital para o crescimento da empresa é conhecida como a relação de reinvestimento (b), e é igual a  $(1 - D/L)$ . A taxa de crescimento sustentável de uma ação pode ser expressa em termos dessa taxa de reinvestimento e do retorno sobre o patrimônio líquido (RoE) da empresa:

- $g = \text{RoE} * b$

Portanto, a taxa de pagamento é igual a:

- $D / L = 1 - (g / \text{RoE})$

Juntando-as, o P/L teórico "justo" de uma ação pode ser expresso em termos de seu retorno sobre o patrimônio líquido e da taxa de crescimento sustentável:

- $P / L = (1 - (g / \text{RoE})) / (k-g)$

Em outras palavras, pelo menos em teoria, o múltiplo futuro de P/L de uma ação deveria ser uma função de sua taxa de crescimento de dividendos sustentável, do retorno sobre o patrimônio líquido e do retorno exigido pelos investidores. Na prática, essa relação tem as seguintes consequências:

- Ações com taxas de crescimento mais altas deveriam ser negociadas com múltiplos mais altos
- Ações com maior retorno sobre o patrimônio deveriam ser negociadas com múltiplos mais altos
- Ações consideradas mais arriscadas (ou seja, o retorno exigido pelos investidores é maior) deveriam ser negociadas com múltiplos mais baixos

### Avaliações relativas na prática

Na prática, os investidores utilizam uma variedade de métricas de avaliações relativas para comparar empresas. Na [Tabela 1](#), destacamos uma série de metodologias comuns, juntamente com alguns de seus principais prós e contras.

Tabela 1: Métodos de avaliação relativa – prós e contras

<b>Método</b>	<b>Cálculo</b>	<b>Prós</b>	<b>Contras</b>
<b>Rendimento dos dividendos</b>	DPS / P	Simple de calcular, dados amplamente disponíveis	Nem todas as empresas pagam dividendos Não leva em conta dinheiro retornado através de recompras de ações Tende a subestimar as empresas de rápido crescimento
<b>P / L</b>	P / EPS ou capitalização de mercado / lucro líquido	Simple de calcular, dados amplamente disponíveis	Sujeito a erros de estimativa (mas pode ser sistemático) Não funciona para empresas com lucros negativos Pode ser enganoso se usado para comparar empresas com diferentes intensidades de capital As empresas cíclicas podem parecer baratas no topo do ciclo
<b>P / B</b>	P / BVPS ou capitalização de mercado / valor patrimonial contábil	Melhor para empresas onde o valor contábil dos ativos está correlacionado com o poder de ganhos, tais como financeiras Suaviza a avaliação das ações cíclicas	Não adequado para empresas com grande quantidade de ativos intangíveis
<b>EV / EBITDA</b>	Soma de todas as fontes de capital / EBITDA	Pode ser usado para comparar empresas com diferentes estruturas de capital ou intensidade de capital Abrange todas as formas de capital – evita qualificar ações como "baratas" devido à dificuldade de pagamento	O EBITDA muitas vezes é considerado erroneamente como um "substituto do fluxo de caixa".
<b>EV / Vendas</b>	Soma de todas as fontes de capital / vendas	Pode ser a maneira mais simples de comparar as avaliações de empresas sem lucros	Não leva em conta a taxa potencial de crescimento futuro das vendas ou a lucratividade
<b>Rendimento de fluxo de caixa livre</b>	Fluxo de caixa livre da empresa / soma de todas as fontes de capital ou fluxo de caixa livre do patrimônio / capitalização de mercado	Abrange todas as influências sobre a capacidade de uma empresa de gerar caixa (por exemplo, intensidade de capital, alíquota fiscal, dívida)	Difícil de calcular; as definições de "fluxo de caixa livre" variam As empresas maduras têm maior fluxo de caixa livre do que as empresas em crescimento Os anos considerados isoladamente podem sofrer uma distorção no caso de empresas com capex flutuante

DPS = dividendo por ação; EPS = lucro por ação; BVPS = valor contábil por ação; EBITDA = lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; EV = valor do empreendimento  
Fonte: UBS

## Apêndice

As opiniões de investimento do UBS Chief Investment Office ("CIO") são preparadas e publicadas pelo Global Wealth Management Business do UBS Switzerland AG (regulamentado pela FINMA na Suíça) ou suas afiliadas ("UBS").

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 referentes a 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 manter 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 líquido 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. A negociação de futuros e opções não é adequada 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 de valor bruscas e de grande porte, 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. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de negociação, o pessoal de vendas e outros grupos de interesse com o objetivo de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. 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 processos judiciais apresentados por 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 administra conflitos e mantém a independência de suas opiniões de investimento e oferta de publicação e sobre as metodologias de pesquisa e classificação, visite [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research). 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, é necessário receber 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 discussão detalhada dos riscos envolvidos em investir em qualquer investimento estruturado específico, você deve ler 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. A UBS Financial Services Inc. 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 nenhuma liquidez, e os investidores devem estar preparados para manter seu investimento até o vencimento. O retorno de investimentos estruturados pode ser limitado por um ganho máximo, taxa de participação ou outra característica. 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. A UBS Financial Services Inc. e seus funcionários não prestam consultoria tributária. 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 carteira. 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 o Gestor de ativos externo ou o Consultor financeiro externo redistribua este documento e o disponibilize a seus clientes e/ou terceiros.

**EUA:** Distribuída a pessoas norte-americanas pela UBS Financial Services Inc., UBS Securities LLC ou UBS Swiss Financial Advisors AG, 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 subsidiárias do UBS AG. **A 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 através de um corretor registrado nos EUA afiliado ao UBS, e não através de uma afiliada não 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. A UBS Financial Services Inc. não atua como assessor 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 referentes a países específicos, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](https://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) ou solicite ao seu consultor a versão integral do termo de responsabilidade.**

Versão B/2022. CIO82652744

© UBS 2022. O símbolo da chave e a denominação UBS estão entre as marcas registradas e não registradas da UBS. Todos os direitos reservados.