

Crédito Privado Semilíquido: Uma Revolução Silenciosa

PERSPETIVAS DE INVESTIMENTO | DISTRIBUIÇÃO DOS MERCADOS PRIVADOS | Novembro de 2024

Pontos-chave

- As estruturas inovadoras de fundos nos mercados privados vieram abrir as portas, antes fechadas aos investimentos alternativos, aos canais de intermediários e de gestão de patrimónios.
- Estas estruturas, conhecidas como fundos semilíquidos, oferecem uma série de vantagens essenciais aos investidores de elevado património, com características concebidas para satisfazer as suas necessidades únicas de liquidez, risco e desempenho.
- Os fundos semilíquidos têm registado um crescimento mais rápido no crédito privado, uma classe de ativos com características de liquidez, diversificação e avaliação especialmente adequadas a estas estruturas.

Democratizar o acesso aos investimentos alternativos

Um relatório recente prevê que os ativos sob gestão de investimentos alternativos aumentarão para 29,2 biliões de USD em 2029, mais 74% em relação a 2016.¹ Uma vez que o investimento em ativos alternativos continua a registar um crescimento sólido, a base de investidores está necessariamente a expandir-se à medida que os gestores de fundos inovam para responder a um conjunto mais diversificado de necessidades dos investidores.

Em particular, o segmento de gestão de patrimónios está a surgir rapidamente como uma área de crescimento fundamental nos mercados privados. A McKinsey estima que as alocações nos mercados privados representem 3-5% dos ativos de gestão de património dos EUA em 2025, de 2% em 2020, uma subida de 500 mil milhões de USD para 1,3 biliões de USD em ativos.² Os pedidos dos investidores por maior liquidez e acessibilidade tem sido uma característica cada vez mais importante do arranque calmo, mas constante dos investimentos alternativos no canal de wealth.

Os gestores de ativos estão a responder a essas necessidades desenvolvendo novas estruturas de fundos e ajustando as estratégias para abordar as suas necessidades diversificadas. Em suma, estão a “democratizar” o acesso ao selecionar um conjunto de classes de ativos dos mercados privados, historicamente domínio dos investidores institucionais, e disponibilizando-os a um público de investidores mais alargado.

Consulte a página 4 para “Informações Importantes e Divulgações.”

¹ Prequin. “Global alternatives markets on course to exceed 30\$tn by 2030.” 18 de setembro de 2024.

² McKinsey. “US wealth management: A growth agenda for the coming decade.” 16 de fevereiro de 2022.

AUTOR



PATRICK REID, CFA
*Diretor-geral,
Distribuição dos
Mercados Privados*

Designados frequentemente de fundos semilíquidos, estas estruturas inovadoras apresentam diversas vantagens a investidores profissionais e não profissionais asseguradas pelo canal de gestão de patrimónios. Há também considerações importantes relativas à liquidez e ao desempenho

de que os investidores devem estar cientes. Neste artigo, analisamos as principais características dos fundos semilíquidos. De seguida, salientamos a adequação dos mesmos ao crédito privado, um setor com uma procura crescente nos mercados privados.

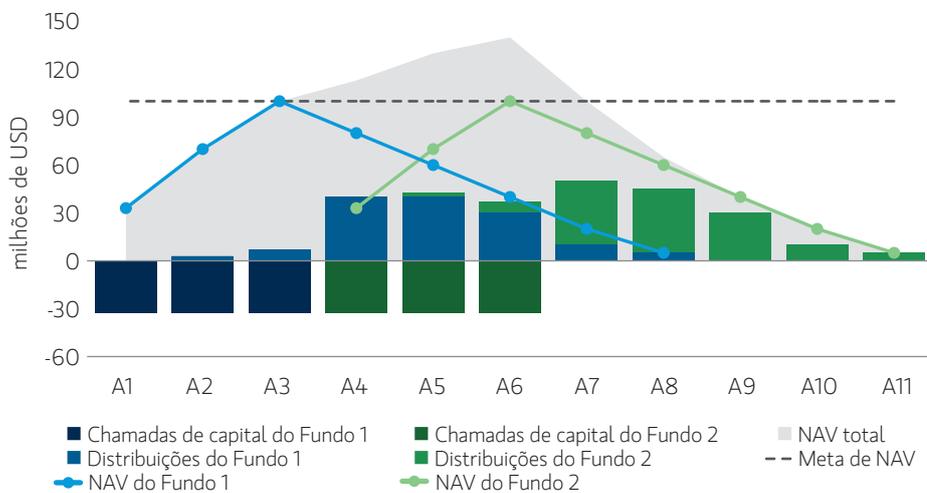
Investir de forma contínua

Os fundos tradicionais dos mercados provados, conhecidos como fundos “drawdown” ou fundos de investimento fechado, têm tipicamente um período de comercialização predefinido após o qual o gestor de investimentos (“General Partner” ou “GP”) convoca gradualmente subscrições de capital ao investidor (“Limited Partner” ou “LP”), normalmente ao longo de quatro a seis anos. Ao contrário, os fundos semilíquidos são de tipo aberto e dão um acesso permanente, permitindo que os detentores dos ativos mantenham as suas participações durante o período que desejarem. Do ponto de vista do investidor, isto é frequentemente encarado como a democratização dos investimentos alternativos, aproximando-os dos investimentos tradicionais no que diz respeito ao modo como são transacionados. Para atrair os investidores para estas novas estruturas, os mínimos de investimento também foram reduzidos por alguns reguladores através da introdução de novos tipos de veículos de investimento.

FIGURA 1
Opções de compra e distribuições: fundos semilíquidos vs. fundos drawdown

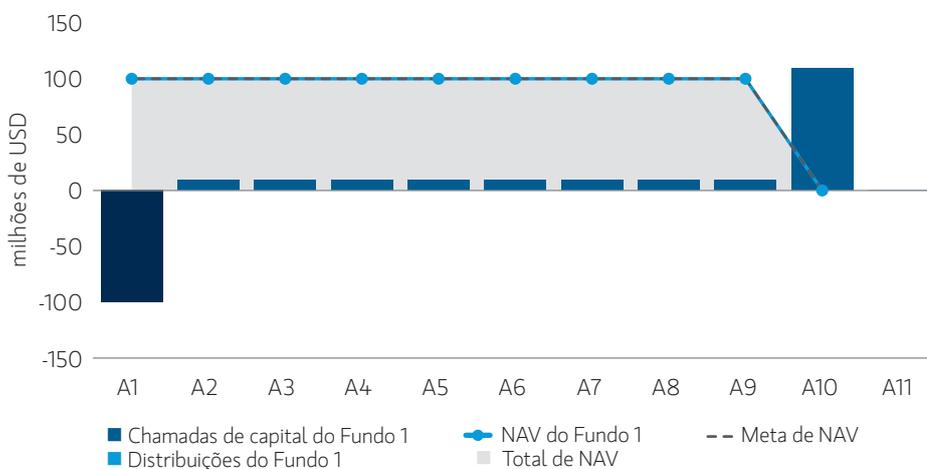
Estruturas de fundos Drawdown

Os investidores em estruturas tradicionais de drawdown têm de investir em vários fundos para manter a exposição-alvo a uma dada classe de ativos ao longo do tempo. A sua exposição total será o valor líquido de ativos (NAV) destes fundos, que pode flutuar devido a prazos variados de chamadas de capital e distribuições de caixa. Estes fatores, cruciais para determinar o NAV de um fundo, por norma dificultam o alinhamento das exposições reais e visadas. Em resultado, os investidores têm de ter um cuidado adicional a gerir os prazos dos compromissos, os múltiplos fluxos de caixa e os relatórios consolidados, incluindo para efeitos fiscais.



Estruturas de fundos semilíquidos

As estruturas de semilíquidos totalmente financiados permitem aos investidores alcançar imediatamente a desejada exposição em risco através de um único compromisso, ao mesmo tempo que mantêm uma posição em risco alinhada com a sua alocação-alvo. Os fundos visam proporcionar um fluxo de caixa regular. Embora não sejam garantidos e sujeitos a limites máximos, os fundos semilíquidos procuram ainda fornecer liquidez total num único resgate.



Fonte: Morgan Stanley Investment Management. Em 12 de novembro de 2024. As declarações anteriores refletem as opiniões da MSIM à data, e não numa data posterior, e não serão atualizadas ou complementadas. Este material é meramente ilustrativo e não constitui uma representação de transações atuais ou previstas. As tendências históricas não são indicativas de resultados futuros. Todas as previsões estão sujeitas a alterações e podem não se concretizar, devido a mudanças nas condições económicas ou nos mercados.

Para além da diligência devida intermitente

Os intermediários e os gestores de património passam uma parte considerável do seu tempo com medidas de diligência devida em nome dos investidores para colocar produtos “na plataforma”. Quando os fundos são de tipo fechado, por norma, o processo exige que tomem práticas de diligência devida em relação ao gestor do fundo e à estratégia. De seguida, repetem o processo sempre que o gestor volta ao mercado.

Para cada fundo de investimento fechado, o responsável pela alocação de fundos tem de envolver a sua equipa de diligência devida ocasionalmente e, após a aprovação dos trabalhos de diligência devida, promover a oferta dentro de um típico janela de marketing tipicamente curta e limitada. As soluções semilíquidas de tipo aberto aliviam estas intermitentes de diligência devida. A sua estrutura permite ao intermediário ou ao responsável pela alocação subscrever antecipadamente e focar-se depois na monitorização e na comercialização contínua em vez de iniciar constantemente um novo processo.

A ideia resumida		
<p>ACESSO FACILITADO: As soluções inovadoras de fundos surgiram para simplificar os processos de alocação e resgate, alargando o acesso aos investimentos a intermediários e a investidores em patrimónios no âmbito dos mercados privados.</p>	<p>DIFERENÇA: As estruturas semilíquidas foram concebidas para satisfazer as necessidades únicas do canal de intermediários e de património, resultando em várias diferenças face aos fundos de tipo fechado tradicionais que os investidores devem ponderar.</p>	<p>DISPONIBILIDADE: O lançamento de fundos semilíquidos estão a aumentar em todos os mercados privados, especialmente no crédito privado, uma classe de ativos com pagamentos consistentes, liquidez de investimento conhecida, métodos de avaliação consolidados e potencial de diversificação.</p>

A disponibilidade de produtos “on the shelf” permite aos investidores ganhar exposição no momento que desejarem. De certo modo, a vantagem é semelhante a afetar dotações a uma série de fundos ao longo do tempo, mas de uma forma muito mais eficiente que garante aos investidores uma maior escolha na sua posição em risco e diversificação em termos de antiguidade. Ao contrário dos fundos fechados, se as condições se alterarem, as estruturas semilíquidas dão aos investidores a flexibilidade de interromper as alocações, se assim o decidirem.

Simplificação operacional

um ponto de vista operacional, evitar a necessidade de chamadas de capital periódicas é um fator atrativo quer para os intermediários quer para os investidores. No caso das estruturas semilíquidas, o capital é comprometido e chamado apenas uma vez, podendo os investidores optar posteriormente por subscrições adicionais. Para muitos investidores, a possibilidade de fazer um compromisso pontual, à semelhança dos fundos tradicionais, é altamente valorizada. Compare isto a um típico fundo de tipo fechado do mercado privado: as chamadas de capital e o investimento ocorrem durante vários anos, obrigando o investidor a gerir cuidadosamente o capital comprometido para poder atender a chamadas futuras.

Para os intermediários e gestores de património, os fundos semilíquidos exigem menos recursos. A necessidade de as equipas operacionais monitorizarem e comunicarem futuras

chamadas de capital, ou chamadas passadas adiadas ou esquecidas por um investidor, é substancialmente reduzida no formato dos semilíquidos.

Considerações

RETORNO DO INVESTIMENTO

Os fundos de investimento fechado tradicionais são concebidos por motivos de investimento específicos. Por exemplo, realizando chamadas de capital apenas quando necessário, os gestores dos fundos tentam maximizar a taxa interna de retorno (TIR) dos clientes e o múltiplo sobre o capital investido (MOIC) investindo nas melhores oportunidades quando vão ao mercado. O acordo proporciona aos investidores a opcionalidade sobre a utilização desse numerário no período em que o seu gestor de fundos fechados não faz chamadas de capital.

O investimento antecipado nos fundos semilíquidos poderá ter outras implicações sobre o retorno. A responsabilidade pela mobilização do capital passa para o gestor de fundos, que tem de tentar agir prontamente para evitar o travão de caixa ou “cash drag” nos retornos, ou seja, o retorno mais baixo do numerário em carteira que dilui o retorno global.

No entanto, ao trocar o controlo dos prazos dos fluxos de caixa, o gestor do fundo semilíquido tem frequentemente de manter uma “sleeve” ou subconta de liquidez, constituída por caixa e/ou investimentos do mercado público, para deter capital se não surgir uma oportunidade imediata de investimento privado.

O capital não explorado nessa subconta de liquidez poderá afetar os rendimentos globais, dependendo, obviamente, do seu desempenho face ao mercado privado pretendido. Ao avaliar os fundos semilíquidos, os investidores terão de ter em consideração esta particularidade e decidir se o prémio de iliquidez é aceitável, e se se justifica ter alguma liquidez.

PERFIL DE RISCO

Com chamadas de capital antecipadas nos fundos semilíquidos, o gestor de investimentos tem de mobilizar plenamente o capital. Como referimos, os gestores que não conseguem investir rapidamente nos mercados privados poderão investir noutros segmentos, como as classes ativos convencionais. Inevitavelmente, essa posição em risco poderia aumentar a correlação com os mercados tradicionais. Compreender como essa exposição afeta o perfil de risco merece alguma atenção por parte dos investidores.

AVALIAÇÃO

A confiança e o cálculo preciso das avaliações, quer para os novos investidores, quer para os investidores que saem dos fundos, são fundamentais nas estruturas semilíquidas. Por exemplo, poderiam surgir problemas se saíssem investidores num momento de avaliações acentuadas implicando despesas para os restantes. Do mesmo modo, a integração de novos investidores em pontos de entrada subvalorizados poderia prejudicar os outros participantes no fundo. Os problemas de avaliação podem,

obviamente, ser mitigados através de procedimentos adequados. Os investidores devem testar os procedimentos com práticas de diligência devida e selecionar apenas as estratégias que demonstram uma capacidade consistente de fixar o preço dos investimentos de forma justa para todos os investidores.

Tal como no caso das estruturas semilíquidas, também nos fundos de investimento fechado é fundamental utilizar métodos de avaliação fiáveis. No entanto, a natureza mais sincronizada das chamadas e distribuição de capital a todos os investidores dos fundos de forma simultânea reduz a complexidade da fixação de preços existente nos fundos semilíquidos.

BENEFÍCIOS DO RESGATE

Os investidores considerarão sempre a possibilidade de realizar resgates a seu critério como um fator atrativo. As estruturas semilíquidas facilitam a escolha em termos de resgate face às soluções convencionais menos líquidas dos mercados privados. Especificamente, os fundos semilíquidos contêm uma opção que permite resgates periódicos,

normalmente a cada trimestre e sujeito aos limites do fundo (os "level gates", um mecanismo implementado para restringir os resgates a partir de uma percentagem definida). O mecanismo de resgate permite aos gestores do fundo reembolsar caixa de forma ordenada, dando aos investidores a opção de ajustar a sua posição em risco ao longo do tempo e de explorar a liquidez de uma solução menos líquida até esse momento.

Outros mecanismos de provisão de liquidez incluem subscrições que substituem resgates e, em alguns casos, linhas de crédito; no entanto, embora úteis, não se deve depender totalmente dos mesmos.

Os investidores devem avaliar as opções de resgate para determinar qual a mais adequada à sua situação individual. Devem ter ainda em consideração potenciais soluções de compromisso no seu desejado prémio de iliquidez e se acreditam que vão receber um nível de risco/retorno proporcional. As respostas irão variar para cada estratégia de investimento semilíquido e para cada apetência individual do investidor.

OUTROS COMPORTAMENTOS DO INVESTIDOR

Ao introduzir necessidades de liquidez adicionais, o comportamento dos gestores poderá alterar e influenciar o perfil de risco e retorno do fundo. Numa estrutura semilíquida, o gestor poderá estar sob pressão para mobilizar caixa rapidamente a fim de evitar o travão de caixa e em resposta reduzir os padrões das subscrições. Poderão ter igualmente de satisfazer os resgates através de vendas para poder continuar a executar as ordens dos investidores. Pelo contrário, as estruturas mais tradicionais dão flexibilidade aos gestores para mobilizar e liquidar como considerarem oportuno ao longo do tempo.

Em resultado, o processo de investimento não é tão simples para o gestor de fundos semilíquidos. Tem de aplicar uma abordagem disciplinada à venda de ativos a fim de evitar tornar-se um vendedor forçado. Os mecanismos de limites ("gating"), que permitem aos gestores limitar os resgates, são de facto úteis neste aspeto. Contudo, podem arriscar-se a alguma insatisfação dos clientes se mal geridos. Os gestores podem ainda mitigar os riscos de

FIGURA 3
Principais diferenças

Fundos semilíquidos	Fundos de investimento fechado
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RETORNOS: uma parte do capital é normalmente detida como numerário e/ou investimento público numa subconta de liquidez, o que implica que uma porção dos rendimentos do fundo é obtida nos mercados convencionais. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os gestores dos fundos tentam maximizar a taxa interna de retorno (TIR) dos clientes e o múltiplo sobre o capital investido (MOIC) através de chamadas de capital para investir apenas quando as melhores oportunidades vão ao mercado.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RISCO: as correlações dos ativos detidos na subconta de liquidez poderão ser mais elevadas para ativos tradicionais face às participações do fundo no mercado privado. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As participações de ativos públicos são limitadas em comparação com os veículos semilíquidos, o que deverá proporcionar um nível adicional de diversificação aos ativos tradicionais.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ AValiação: processos de avaliação claros e fiáveis são essenciais para um tratamento justo no que se refere à fixação de preços para novos investidores e para investidores que saem dos fundos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os fundos fechados enfrentam uma menor complexidade na avaliação dos ativos, dado o padrão relativamente direto do calendário de contribuições e distribuições de um fundo.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RESGATES: para os investidores, os mecanismos de resgate proporcionam uma maior flexibilidade para resgatar capital de forma mais previsível e regular. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A frequência das distribuições depende, de um modo geral, do momento em que os ativos de um fundo são realizados, o que pode ser difícil de prever para os investidores.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR: os gestores devem equilibrar a necessidade de disponibilidade de liquidez com a detenção de menos ativos líquidos na carteira, o que coloca uma ênfase adicional na disciplina de compra e venda. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A pressão reduzida para manter a liquidez oferece uma flexibilidade acrescida aos gestores para escolherem quando comprar e vender as suas participações no mercado privado.

liquidez com uma base diversificada de investidores.

Popularidade no Crédito Privado

O crédito privado é um segmento em crescimento nos mercados privados com ativos sob gestão e de elevada liquidez avaliados em cerca de 1,7 bilhões de USD só nos Estados Unidos.³

Os veículos semilíquidos estão a tornar-se parte desta história de crescimento, secundados pela quantidade crescente de fundos lançados nos últimos anos, particularmente no período entre 2020 e 2023 (Figura 4).

Embora a disponibilidade dos fundos semilíquidos esteja a aumentar em todos os mercados privados, o crédito privado tem sido o segmento de maior crescimento até ao momento. As principais estruturas de investimento incluem empresas de desenvolvimento empresarial (BDC), fundos europeus de investimento a longo prazo (ELTIF), fundos não negociados no mercado secundário ("interval funds") e ofertas públicas de aquisição. As estruturas de SICAV Parte II também começam a ser reconhecidas e disponibilizadas na Europa e na Ásia.

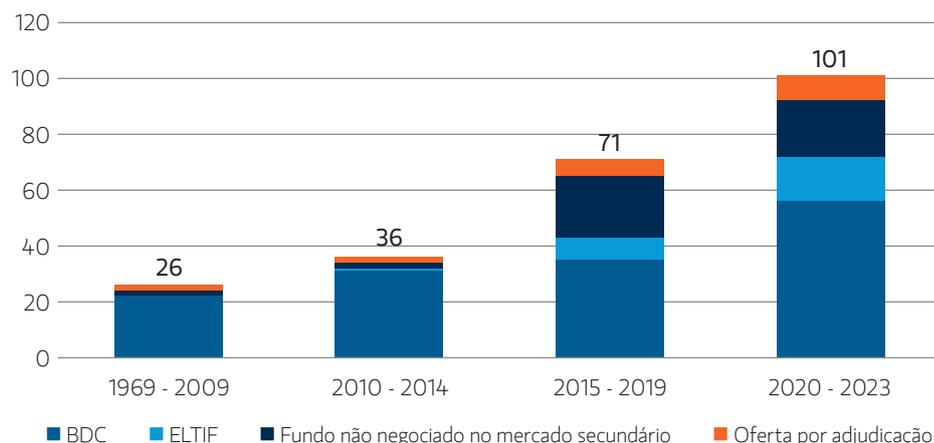
Não surpreendente, portanto, que a classe de ativos tenha registado um crescimento tão forte. Os títulos de crédito privado apresentam diversas características especialmente adequadas a uma estrutura de fundo semilíquido, incluindo:

- pagamentos contratuais através de cupões regulares

FIGURA 4

Proliferam os fundos de crédito privado para responder à procura dos investidores

Lançamentos de fundos de crédito privado



Fonte: Preqin, Morgan Stanley Investment Management. Em 31 de dezembro de 2023.

- liquidez conhecida com retorno do capital no vencimento
- avaliação consistente através de métricas normalizadas

Conclusão

O crescimento dos fundos semilíquidos deverá continuar e, conforme foi salientado, com muitas vantagens para os investidores que procuram exposição aos mercados privados através destes veículos. É importante referir algumas diferenças fundamentais quando comparados com os fundos tradicionais de tipo fechado, que merecem a atenção dos investidores. Os investidores devem ainda ter em consideração as características de investimento de cada classe de ativos numa estrutura de tipo

aberta e como uma afetação de fundos poderia complementar a respetiva estratégia global. A disponibilidade dos veículos semilíquidos está a proliferar em todo o espaço dos investimentos alternativos, com o crédito privado a ocupar a posição de maior crescimento. Embora tal não nos surpreenda, dada a adequação desta classe de ativos a estas estruturas, consideramos que é apenas o início de uma tendência secular a longo prazo em todos os mercados privados. Dito de uma forma simples, as sociedades investidoras em patrimónios, tal como as suas congéneres institucionais, querem ter acesso ao potencial de retorno e aos benefícios de diversificação dos mercados privados, e isso começa agora a ser possível.

³ Morgan Stanley, Private Credit Tracker. Em 29 de julho de 2024.

Considerações relativas ao risco

Os investimentos alternativos são especulativos e incluem um elevado nível de risco. Os investidores podem perder todo ou parte substancial do seu investimento. Os investimentos alternativos são adequados apenas para investidores a longo prazo, dispostos a renunciar à liquidez e colocar capital em risco durante um período indefinido de tempo. Os investimentos alternativos são, por norma, altamente ilíquidos—não existe mercado secundário para fundos privados e poderá haver restrições sobre resgates ou cessões ou outro tipo de transferência de investimentos para fundos privados. Os fundos de investimento alternativos praticam frequentemente a alavancagem e outras práticas de especulação que poderão aumentar a volatilidade e o risco de prejuízos. De um modo geral, os investimentos alternativos têm comissões e despesas mais elevadas do que outros veículos de investimento e essas comissões e despesas contribuirão para uma redução dos retornos alcançados pelos investidores.

Na sua atividade empresarial normal, a Morgan Stanley envolve-se num amplo espectro de atividades incluindo, sem caráter exaustivo, serviços de consultoria financeira, banca de investimento, atividades de gestão de ativos bem como promoção e gestão de fundos de investimento privado. Ao participar nestas atividades, os interesses da Morgan Stanley poderão entrar em conflito com os interesses dos clientes.

Os fundos de investimento alternativos não são tipicamente regulamentados, não estão sujeitos aos mesmos requisitos regulamentares dos fundos mutualistas e não têm a obrigação de divulgar informações periódicas sobre preços e avaliações aos investidores. As estratégias de investimento descritas nas páginas anteriores poderão não ser adequadas às suas circunstâncias específicas; por conseguinte, deve consultar o seu próprio consultor fiscal, jurídico ou outros, quer no início de qualquer transação quer de forma contínua, para determinar tal adequação. Não deve ser efetuado qualquer investimento sem uma consideração cuidada dos riscos e do aconselhamento dos seus consultores fiscais, jurídicos ou outros, como considerar adequado.

A Morgan Stanley é uma sociedade de investimentos mobiliários de serviço integral, envolvida numa ampla gama de atividades de serviços financeiros incluindo, sem caráter exaustivo, negociação de valores mobiliários e atividades de corretagem, banca de investimento, investigação e análise, serviços de financiamento e consultoria financeira. A Morgan Stanley Investment Management é a divisão de gestão de ativos da Morgan Stanley.

AVISO IMPORTANTE

Este documento é fornecido para fins informativos apenas e não constitui uma oferta ou uma recomendação para comprar ou vender qualquer título, outro investimento ou serviço, ou para atrair fundos ou depósitos. Os investimentos referidos podem não ser adequados a todos os clientes. Qualquer produto aqui referido poderá ser comprado apenas após a leitura cuidada do prospeto da oferta e a execução dos documentos de subscrição por parte do cliente.

Não existe qualquer garantia de que a estratégia de investimento irá funcionar em todas as condições de mercado, pelo que cada investidor deve avaliar a sua capacidade para investir no longo prazo, sobretudo durante períodos de recessão no mercado.

Os pontos de vista, as opiniões e/ou as análises expressas são da responsabilidade do autor ou da equipa de investimento à data de elaboração do presente documento e estão sujeitas, a qualquer momento e sem aviso prévio, a alterações devido às condições económicas ou de mercado, podendo não se concretizar na prática. Além disso, os pontos de vista não serão atualizados nem revistos de qualquer outra forma para refletir informações que venham subsequentemente a estar disponíveis, bem como circunstâncias ou alterações que ocorram após a data de publicação. Os pontos de vista expressos não refletem as opiniões de todos os gestores de investimentos da Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e das suas subsidiárias e filiais (designadas doravante e coletivamente por "Firma"), podendo não estar refletidas em todas as estratégias e produtos disponibilizados pela Firma.

As previsões e/ou estimativas fornecidas no presente documento estão sujeitas a alterações e podem não se suceder. As informações quanto a rentabilidades e perspectivas de mercado expectáveis são baseadas em investigação, análise e opiniões dos autores ou da equipa de investimento. As presentes conclusões são de natureza especulativa. Podem não se concretizar e não se destinam a prever o desempenho futuro de qualquer estratégia ou produto disponibilizado pela Firma. Os resultados futuros podem divergir substancialmente em função de fatores como as variações nos mercados de títulos e financeiros ou das condições económicas em geral.

Este documento foi elaborado com base em informações disponíveis publicamente, bem como em dados tratados internamente e outras fontes de terceiros que cremos fiáveis. Contudo, não são oferecidas garantias quanto à fiabilidade de tais informações. A Firma não tentou obter uma verificação independente das informações recolhidas de fontes públicas e de terceiros.

Este documento é uma comunicação geral e não imparcial; todas as informações disponibilizadas foram preparadas exclusivamente para fins informativos e educativos, pelo que o presente não constitui uma oferta ou recomendação para comprar ou vender títulos em particular, nem para adotar uma estratégia de investimento específica. As informações aqui contidas não se baseiam na consideração das circunstâncias de qualquer investidor em particular e não constituem aconselhamento de investimento, nem devem ser interpretadas de modo algum como aconselhamento fiscal, contabilístico, jurídico ou regulamentar. Para esse fim, os investidores devem procurar aconselhamento jurídico e financeiro independente, incluindo sobre consequências fiscais, antes de formular decisões de investimento.

As tabelas e os gráficos incluídos são meramente ilustrativos. **O desempenho passado não é garantia de resultados futuros.**

Os índices não são geridos e não incluem quaisquer despesas, comissões ou encargos de vendas. Não é possível investir diretamente num índice. Qualquer índice referido neste documento é propriedade intelectual (incluindo marcas registadas) do licenciante aplicável. Os produtos baseados em índices não são, seja de que forma for, patrocinados, endossados, vendidos ou promovidos pelos correspondentes licenciantes e estes não assumem qualquer responsabilidade relativamente aos mesmos.

Este documento não é um produto do Departamento de Investigação da Morgan Stanley e não deve ser encarado como informação para investigação ou como uma recomendação.

A Firma não autorizou intermediários financeiros a usar e distribuir este documento, a menos que tal ocorra em conformidade com a legislação e a regulamentação aplicáveis. Além disso, os intermediários financeiros devem certificar-se de que as informações do presente documento são adequadas aos destinatários, tendo em conta as respetivas circunstâncias e objetivos. A Firma não pode ser responsabilizada nem aceita quaisquer responsabilidades pelo uso deste documento, seja de forma lícita ou ilícita, por qualquer um desses intermediários financeiros.

Este documento pode ser traduzido para outros idiomas. Na eventualidade de existirem traduções, a versão em inglês permanece como definitiva. Em caso de discrepâncias entre a versão em inglês e a versão noutra idioma, prevalece a versão inglesa.

A totalidade ou parte do presente material não poderá ser, direta ou indiretamente, reproduzida, copiada, modificada, utilizada para criar um documento derivado, realizada, apresentada, publicada, licenciada, enquadrada, distribuída ou transmitida ou qualquer parte do seu conteúdo divulgada a terceiros sem o consentimento expresso dado por escrito pela Firma. Este documento não pode estar associado a uma hiperligação, salvo se esta se destinar a utilização pessoal e não comercial. Toda a informação aqui contida está sujeita a direitos de propriedade e protegida por legislação em matéria de direitos de autor e outras que se apliquem.

A Eaton Vance é parte integrante da Morgan Stanley Investment Management. A Morgan Stanley Investment Management é a divisão de gestão de ativos da Morgan Stanley.

DISTRIBUIÇÃO

Este documento destina-se exclusivamente a distribuição a residentes em jurisdições em que tal seja permitido pela legislação ou regulamentação local.

A MSIM, divisão de gestão de ativos da Morgan Stanley (NYSE: MS) e as suas filiais têm acordos celebrados para poderem comercializar produtos e serviços umas das outras. Cada filial da MSIM é regulada em conformidade com a jurisdição onde exerce atividades. As afiliadas da MSIM são: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC e Atlanta Capital Management LLC.

Este documento foi publicado por uma ou mais das seguintes entidades:

EMEA:

Este documento destina-se apenas a clientes profissionais/investidores acreditados.

Na UE, os documentos da MSIM e da Eaton Vance são publicados pela MSIM Fund Management (Ireland) Limited. ("FMIL"). A FMIL, regulamentada pelo Banco Central da Irlanda, foi constituída na Irlanda como sociedade de responsabilidade limitada com o número de registo comercial 616661 e sede social em 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY 19, Irlanda.

Fora da UE, os documentos da MSIM são publicados pela Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), a qual está autorizada e é regulada pela Financial Conduct Authority. Registada em Inglaterra. Registo n.º 1981121. Sede registrada: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Na Suíça, os documentos da MSIM são publicados pela Morgan Stanley & Co. International plc, London, (sucursal de Zurique), autorizada e regulada pela Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Sede registrada: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suíça.

Fora dos EUA e da UE, os materiais da Eaton Vance são publicados pela Eaton Vance Management (International) Limited ("EVM") 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Reino Unido, a qual está autorizada e é regulada no Reino Unido pela Financial Conduct Authority.

Itália: MSIM FMIL (sucursal de Milão), (Sede Secondaria di Milano) Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milão, Itália. **Países Baixos:** MSIM FMIL (sucursal de Amesterdão), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Países Baixos.

França: MSIM FMIL (sucursal de Paris), 61 rue de Monceau 75008 Paris, França.

Espanha: MSIM FMIL (sucursal de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espanha.

Alemanha: MSIM FMIL (sucursal de Frankfurt), Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Frankfurt am Main, Alemanha (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG).

Dinamarca: MSIM FMIL (Copenhagen Branch), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 2, 1609 Copenhagen V, Dinamarca.

ORIENTE MÉDIO

Dubai: MSIM Ltd (gabinete de representação, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirados Árabes Unidos. Telefone: +97 (0)14 709 7158). Este documento é distribuído no Dubai International Financial Centre pela Morgan Stanley Investment Management Limited (gabinete de representação), uma entidade regulamentada pela Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). Destina-se exclusivamente a clientes profissionais e operadores de mercado. Este documento não se destina à distribuição a clientes não profissionais e estes não devem agir com base nas informações patentes no presente documento.

Este documento diz respeito a um produto financeiro não sujeito a qualquer regulamentação ou autorização por parte da DFSA. A DFSA não assume qualquer responsabilidade pela revisão ou verificação dos documentos relacionados com este produto financeiro. Em conformidade, a DFSA não autorizou este documento ou documentos conexos nem tomou medidas no sentido de verificar as informações constantes no mesmo e não assume qualquer responsabilidade pelas mesmas. O produto financeiro a que este documento diz respeito poderá ser ilíquido e/ou estar sujeito a restrições à sua revenda ou transferência. Os potenciais compradores devem realizar os seus próprios procedimentos de diligência devida sobre o produto financeiro. Se não compreende o conteúdo deste documento, deve solicitar os serviços de um consultor financeiro autorizado.

EUA

NÃO ESTÁ SEGURADA PELA FDIC | NÃO OFERECE GARANTIAS BANCÁRIAS | PODE PERDER VALOR | NÃO ESTÁ SEGURADA POR QUALQUER AGÊNCIA DO GOVERNO FEDERAL | NÃO É UM DEPÓSITO

América Latina (Brasil, Chile Colômbia, México, Peru e Uruguai)

Este documento é para utilização exclusiva de um investidor institucional ou qualificado. Todas as informações aqui contidas são consideradas confidenciais e destinam-se ao uso exclusivo e análise do destinatário, não podendo ser transmitidas a terceiros. Este documento é fornecido para fins meramente informativos e não constitui uma oferta pública ou uma recomendação para comprar ou vender qualquer produto, serviço, título e/ou estratégia. A decisão de investir só deve ser tomada após a leitura da documentação da estratégia e depois de tomadas as devidas diligências aprofundadas e independentes.

ÁSIA-PACÍFICO

Hong Kong: este documento foi distribuído pela Morgan Stanley Asia Limited para utilização em Hong Kong e só será disponibilizado a "investidores profissionais", conforme definido no Decreto sobre Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong (Cap 571). O conteúdo do presente documento não foi analisado nem aprovado por qualquer autoridade reguladora, incluindo a Comissão de Valores Mobiliários e Futuros de Hong Kong. Da mesma forma, salvo em caso de isenção prevista pela legislação aplicável, este documento não deverá ser publicado, feito circular, distribuído, endereçado ou disponibilizado ao público em Hong Kong. **Singapura:** este documento foi distribuído pela Morgan Stanley Investment Management Company e não poderá ser feito circular ou distribuído, direta ou indiretamente, a pessoas em Singapura que não sejam (i) investidores acreditados (ii) investidores especialistas ou (iii) investidores institucionais conforme definido na Secção 4A do Capítulo 289 da Lei de Títulos e Futuros de Singapura ("SFA"); ou (iv) de outra forma em conformidade com as condições de qualquer outra disposição aplicável da SFA. A presente publicação não foi revista pela Autoridade Monetária de Singapura.

Austrália: o presente documento é disponibilizado pela Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 e respetivas filiais, não constituindo uma oferta de participação em capitais. A Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited providencia às filiais da MSIM formas de disponibilizar serviços financeiros a clientes institucionais australianos. As participações no capital só serão disponibilizadas em circunstâncias que não exijam qualquer tipo de divulgação nos termos da Corporations Act 2001 (Cth) (a "Lei das Sociedades" australiana). As ofertas de participações em capital não pretendem ser uma oferta de participação em capitais nas circunstâncias em que se exija a sua divulgação nos termos da Lei das Sociedades australiana, e só serão disponibilizadas a quem preencher os requisitos de "cliente institucional" (conforme previsto na Lei das Sociedades). Este documento não será depositado na Comissão de Valores Mobiliários e Investimentos Australiana.

Japão:

Para investidores profissionais, a circulação ou distribuição do presente documento é meramente informativa. Para quem não é investidor profissional, o presente documento é fornecido em relação à empresa Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") relativamente aos acordos de gestão de investimento discricionários ("IMA") e acordos de consultoria de investimento ("IAA"). Este documento não é uma recomendação ou solicitação de transações ou ofertas de quaisquer instrumentos financeiros particulares. Nos termos dos IMA, no que respeita a gestão de ativos de um cliente, o cliente estabelece previamente as políticas de gestão básicas e as comissões da MSIMJ para efetuar todas as decisões de investimento com base na análise do valor, etc. dos títulos, e a MSIMJ aceita a supramencionada comissão. O cliente delegará à MSIMJ os poderes necessários para efetuar o investimento. A MSIMJ exerce os poderes delegados com base nas decisões de investimento da MSIMJ e o cliente não efetuará instruções individuais. Quaisquer lucros e perdas de investimento pertencem aos clientes; o capital não é garantido. Analise cuidadosamente os objetivos de investimento e a natureza dos riscos antes de investir. Como comissão de consultoria de investimento para um IAA ou um IMA, será incorrido o montante dos ativos sujeitos ao contrato multiplicado por uma determinada taxa (o limite superior é de 2,20% anualmente [incluindo impostos]) proporcionalmente ao período do contrato. Para algumas estratégias, poderá ser incorrida uma taxa de contingência além da comissão supramencionada. Poderão, igualmente, ser incorridos encargos diretos, tais como comissões de corretagem para títulos incorporados. Uma vez que estes encargos e despesas são diferentes consoante o contrato e outros fatores, não é possível à MSIMJ apresentar previamente as taxas, os limites superiores, etc. Todos os clientes devem ler cuidadosamente os documentos fornecidos previamente à celebração de um contrato e antes de assinar um acordo. O presente documento é difundido no Japão pela MSIMJ, registada sob o n.º 410 (Diretor do Departamento de Finanças Local de Kanto [Empresas de Instrumentos Financeiros]), filiações: Associação de Corretores de Títulos Japoneses, Associação de Fundos de Investimento do Japão, Associação de Consultores de Investimento do Japão e Associação de Empresas de Instrumentos Financeiros de Tipo II.

