

## Analistas

Marcelo Telles, CFA

55 11 3701 6338

[marcelo.telles@credit-suisse.com](mailto:marcelo.telles@credit-suisse.com)

Daniel Sasson

55 11 3701 6324

[daniel.sasson@credit-suisse.com](mailto:daniel.sasson@credit-suisse.com)

Victor Schabbel

55 11 3701 6337

[victor.schabbel@credit-suisse.com](mailto:victor.schabbel@credit-suisse.com)

Alonso Garcia

52 55 5283 8917

[alonso.garcia@credit-suisse.com](mailto:alonso.garcia@credit-suisse.com)

## Bancos brasileiros

## COMENTARIOS

## GOSTE OU NÃO, nós gostamos dos bancos brasileiros

Neste relatório, destacamos as principais lições dos nossos encontros com Bancos Latino-americanos e dos painéis que realizamos na nossa LAIC (Conferência de Investimentos da América Latina), que contou com mais de 1.000 investidores locais e estrangeiros, e mais de 300 palestrantes de mais de 120 empresas listadas e privadas, autoridades governamentais, consultores e escritórios de advocacia de 3 - 5 de fevereiro.

**Decisões da Suprema Corte sobre planos econômicos:** O painel que realizamos com advogados da MHM Law Firm nos deixou muito mais confortáveis com o resultado potencial da decisão da Suprema Corte sobre planos econômicos. O possível impacto deve ser muito inferior aos R\$ 150 bilhões especulados na imprensa. Nosso cenário-base está dentro da faixa de R\$ 8 à R\$ 26 bilhões, o que implicaria em apenas 1-3% da capitalização de mercado agregado dos quatro principais bancos. Este assunto tem sido destaque no setor e acreditamos que há espaço para desempenho positivo das ações. No entanto, reconhecemos que o processo pode ser prorrogado até setembro/outubro, por isso esperamos alguns riscos à frente.

**Sentimento geral mais positivo em relação aos bancos brasileiros (com uma "mãozinha" do Itaú):** O sentimento em relação aos bancos brasileiros era em geral mais favorável entre os investidores, apesar das preocupações globais com a evolução dos principais indicadores macroeconômicos e do resultado da decisão da Suprema Corte. Os sólidos resultados do 4T13 do Itaú certamente trouxeram grande atenção ao setor, incluindo investidores estrangeiros, que haviam estado mais avessos ao risco. Os bancos brasileiros estão sendo negociados a baixos múltiplos em relação às médias históricas e estão sendo vistos como uma oportunidade de investimento interessante para fundos LatAm/EM focados e vistos por vários investidores locais como baratos o bastante para superar o benchmark local, especialmente se comparado a outros nomes de consumo. Mas as preocupações sobre as decisões da Suprema Corte sobre Planos Econômicos é o que está impedindo os investidores de comprar bancos de forma mais agressiva, principalmente os estrangeiros, onde tais preocupações parecem mais exacerbadas. Apesar do ano desafiador à frente no setor macro, acreditamos que os bancos brasileiros têm o palco montado para o crescimento dos lucros na casa dos dois dígitos em 2014. Melhoria da qualidade de ativos, controle de custos, a retração dos bancos públicos e as margens de crédito maiores eram um denominador comum entre as equipes de gestão do Itaú, Santander e Bradesco (em diferentes graus, é claro).

**Ações:** Preocupações a respeito das decisões da Suprema Corte e com os planos econômicos são exageradas e criam em nossa opinião uma oportunidade de compra. O Itaú Unibanco continua sendo a nossa principal opção no Brasil. Muito tem sido questionado sobre se era hora de mudar a nossa relação de longa data com o Bradesco (17% de bom desempenho desde nosso relatório sobre o setor em setembro de 2013), mas enquanto não vemos muito espaço para mais desempenho superior, não vemos qualquer razão para acreditar que diminuiria, pois o diferencial ROAE é provável que continue. Continuamos a gostar do Santander Brasil e do Banco do Brasil, mas uma percepção de risco mais favorável em relação às decisões da Suprema Corte deveria provavelmente beneficiar o mais o Banco do Brasil, que parece mais subvalorizado nos níveis atuais.

O ANEXO DESCRITIVO NO VERSO DESTE RELATÓRIO CONTÉM INFORMAÇÕES IMPORTANTES, CERTIFICAÇÕES DE ANALISTAS E O STATUS DE ANALISTAS NÃO-AMERICANOS. Descrição EUA: A Credit Suisse faz e procura fazer negócios com empresas que constem em seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um fator na tomada de decisão de investimento..

## Planos econômicos: Na verdade mais fumaça do que fogo

A empresa MHM Law confirmou as opiniões expressas no café da manhã que oferecemos em novembro do ano passado e deu aos investidores mais detalhes sobre o que devemos esperar do processo, previsto para começar este mês. Sem entrar em discussões legais tediosas, ficou muito claro para nós que qualquer impacto seria muito menor indo contra o que o mercado parece estar precificando em ações do setor bancário, representando a nosso ver uma boa oportunidade de compra no setor.

### Cinco razões do porquê R\$150 bilhões não faz sentido

Elas deram base para a visão de que o impacto de R\$ 150 bilhões para o sistema, conforme indicado pelo Ministério da Fazenda, não é preciso e no pior cenário, estaríamos falando de R\$ 53 bilhões. Há cinco razões chave:

1. O governo considerou o saldo de *todas* as contas poupança naqueles períodos (em vez de apenas considerar as contas que foram afetadas pela mudança na fórmula de remuneração);
2. Supôs que todos os correntistas pediriam reembolso;
3. Também supôs que todos os correntistas tinham toda a documentação necessária para requerer a restituição dos valores e/ou que todos os bancos mantinham os registros das contas poupança daquele período disponível para consulta pública.
4. Por ultimo, porém não menos importante, o governo supôs que todos os correntistas receberiam seus pagamentos imediatamente após a provável decisão favorável.
5. Considera que os bancos perderam em todos os quatro planos econômicos (Bresser, Verão, planos Collor e Collor 1)

### E por que R\$ 53 bilhões ainda pode ser um exagero

A responsabilidade potencial é significativamente menor em R\$ 53 bilhões de acordo com o cálculo realizado pelo gabinete do Ministério Público. Esse cálculo exclui de forma adequada o Plano Collor II, no qual os bancos tinham a maioria das decisões favoráveis nos tribunais inferiores já que 88% das decisões foram a favor dos bancos incluindo Collor II, os valores já pagos e/ou provisionados, pequenas quantias que não justificam uma ação legal e acima de tudo depósitos de poupança que foram "teoricamente" prejudicados na data de início do novo fator de correção monetária.

O cálculo é muito mais preciso, mas a partir de nossa conversa com a MHM Law, poderia ainda ser significativamente supervalorizado pelas seguintes razões:

- A quantidade ainda considera as perdas dos bancos no Plano Collor I, que representam 50% dos R\$ 53 bilhões. Os bancos ganharam a maioria dos casos com o Collor I em relação aos depósitos que foram retidos no Banco Central, de modo que o resultado sobre os depósitos que permaneceram com os bancos durante este plano ainda é incerto.
- Este montante ainda pressupõe que todos os correntistas com valores que justifiquem uma ação legal pediriam reembolso. No entanto, alguns correntistas desse período já faleceram. Também achamos que seja improvável que um volume significativo de pessoas ainda conserve os registros para provar o saldo que tinham em suas contas ou que as instituições financeiras ainda tenham essa base de dados. Por lei, os bancos não são obrigados a manter registros de clientes por mais de 10 anos. O último plano (Collor 2) foi há 23 anos.
- Um ponto interessante dos dados fornecidos pelos bancos e destacado pelos advogados da MHM é o fato de que apenas 10% dos correntistas realmente moveram ação, que são responsáveis por 50% dos depósitos na época. Portanto, em teoria, aquilo reduziria o impacto para R\$ 26 bilhões mais novas ações judiciais que possam surgir (somente possível para ações coletivas, provavelmente apenas uma pequena fração).
- Por fim, de acordo com os advogados, o pagamento devido será feito somente após 6 meses do julgamento, considerando o melhor cenário improvável no qual o banco concorda com a compensação. No entanto, se o banco contestar o valor, pode levar até 5 anos para que o pagamento seja feito.

De acordo com o IDEC (Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor), a perda esperada para os bancos seria ainda menor, em cerca de R\$ 8 bilhões.

De acordo com nossas estimativas com base neste valor e a participação de mercado das contas poupança em 1988 (já *pro-forma* para as fusões e aquisições realizadas desde então), acreditamos que o impacto é bastante limitado para os quatro maiores bancos listados, o que representa neste "pior cenário", um combinado de 6,6% do valor de mercado. No entanto, pelas razões mencionadas acima, acreditamos que a faixa deve ficar entre R\$ 8 e R\$ 27 bilhões, o que leva a apenas de 1% - 3% de impacto no valor de mercado agregado dos principais bancos brasileiros.

O Banco do Brasil seria o mais afetado entre os bancos listados (porém longe de ser algo significativo), com o impacto chegando a ~R\$ 1,3 – R\$ 4,4 bilhões (de 2% - 7% do valor de mercado). A Caixa Econômica Federal seria o banco mais impactado, pois detinham 1/3 de todas as poupanças naquele período.

**Demonstração1: Potencial impacto por banco**  
**Bilhões de R\$, valores de mercado em 07/02/2014**

|                           | Participação de mercado das poupanças em 1988 | R\$ 53bi em processos     |                          | R\$ 26,5 bi em processos  |                          | R\$ 8 bi em processos     |                          |
|---------------------------|---|---------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|
|                           |   | Impacto por banco (R\$bi) | em % de valor de mercado | Impacto por banco (R\$bi) | em % de valor de mercado | Impacto por banco (R\$bi) | em % de valor de mercado |
| BB                        | 16,7%   | 8,9                       | 14,4%                    | 4,4                       | 7,2%                     | 1,3                       | 22%                      |
| ITAU                      | 10,4%   | 5,5                       | 37%                      | 2,8                       | 1,9%                     | 0,8                       | 0,6%                     |
| CAIXA                     | 34,4%   | 18,3                      | n.a.                     | 9,1                       | n.a.                     | 2,8                       | n.a.                     |
| BRADESCO                  | 16,5%   | 8,8                       | 7,9%                     | 4,4                       | 4,0%                     | 1,3                       | 1,2%                     |
| SANTANDER                 | 1,8%  | 0,9                       | 2,2%                     | 0,5                       | 1,1%                     | 0,1                       | 0,3%                     |
| HSBC                      | 3,9%  | 2,1                       | n.a.                     | 1,0                       | n.a.                     | 0,3                       | n.a.                     |
| 4 Maiores bancos listados | 45,4%   | 24,1                      | 6,6%                     | 12,0                      | 3,3%                     | 3,6                       | 1,0%                     |

Fonte: MHM Law, Credit Suisse

### Análise sobre alguns dos registros dos juízes sobre a questão

Dos 11 juízes do Supremo Tribunal Federal, dois decidiram não votar, pois têm conflitos de interesse. Dos 9 restantes, 6 já haviam votado sobre o assunto em outras oportunidades. Embora seja difícil dizer se eles manterão seus votos anteriores ou não, pois alguns deles assumiram há vários anos e poderiam ter um entendimento diferente sobre os assuntos à luz de uma discussão mais aprofundada sobre aquilo que está sendo feito (para o melhor ou para o pior), é interessante analisar seus registros sobre o assunto.

**Demonstração 2: Decisões anteriores sobre planos econômicos**  
**Bilhões de R\$, a menos que indicado em contrário**

| Ministro(a)         | Plano Bresser |              | Decisões finais<br>Plano "Verão" |              | Plano Collor |              |
|---------------------|---------------|--------------|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
|                     | Favorável     | Desfavorável | Favorável                        | Desfavorável | Favorável    | Desfavorável |
| Carmen Lúcia        | 0             | 0            | 5                                | 0            | 0            | 1            |
| Celso de Mello      | 4             | 0            | 78                               | 0            | 0            | 51           |
| Gilmar Mendes       | 0             | 0            | 2                                | 0            | 0            | 12           |
| Joaquim Barbosa     | 1             | 0            | 6                                | 0            | 1            | 16           |
| Marco Aurélio       | 6             | 0            | 33                               | 0            | 5            | 11           |
| Ricardo Lewandowski | 0             | 0            | 3                                | 0            | 1            | 3            |
| Total               | 11            | 0            | 127                              | 0            | 7            | 94           |

Fonte: MHM Law, Credit Suisse

### Empresas mencionadas (Preço em 6 de fev de 2014)

Banco do Brasil (BBAS3.SA, R\$21,6)  
 Banrisul (BRSR6.SA, R\$10,64)  
 Bradesco (BBDC4.SA, R\$26,23)  
 CaixaBank (CABK.MC, €4,8)  
 Itau Unibanco (ITUB4.SA, R\$31,85)  
 Santander Brasil (SANB11.SA, R\$11,17)

## Anexo Descritivo

### Divulgação Geral Importante

Daniel Sasson, Marcelo Telles, CFA, Victor Schabbel e Alonso Garcia garantem individualmente, no que diz respeito às empresas ou títulos que analisam aqui, que (1) as opiniões expressas neste relatório refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre todas as empresas e títulos em questão e que (2) nenhuma parte de sua remuneração esteve, está ou estará, direta ou indiretamente relacionada com as recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório.

O(s) analista(s) responsável(eis) pela elaboração deste relatório de pesquisa recebeu uma compensação que está baseada em vários fatores, incluindo as receitas totais do Credit Suisse, parte da qual é gerada pelas atividades de investimento bancários do Credit Suisse.

Em 10 de dezembro de 2012 a classificação das ações feita pelos analistas são definidas da seguinte forma:

**Superdesempenho (S):** Espera-se que o retorno total das ações supere o benchmark\* relevante ao longo dos

**[T1] Comentário:** No original "O" de Outperfor.

## CREDIT SUISSE

próximos 12 meses.

**Neutro (N):** Espera-se que o retorno total das ações esteja de acordo com o benchmark\* relevante ao longo dos próximos 12 meses.

**Baixo desempenho (BD):** The stock's total return is expected to underperform the relevant benchmark\* over the next 12 months.

*\*Benchmark relevante por região: A partir de 10 de dezembro de 2012, as classificações japonesas se baseiam no retorno total de ações em relação ao universo de cobertura do analista, que consiste em todas as empresas abrangidas pelo analista no setor relevante, sendo que os Superdesempenhos representam as mais atraentes, os Neutros as não tão atraentes e Baixo Desempenho as oportunidades de investimento menos atraentes. A partir de 2 de outubro de 2012, as classificações dos EUA e Canadá, bem como as europeias, se baseiam no retorno total de ações em relação ao universo de cobertura do analista, que consiste em todas as empresas abrangidas pelo analista no setor relevante, sendo que os Superdesempenhos representam as mais atraentes, os Neutros as não tão atraentes e Baixo Desempenho as oportunidades de investimento menos atraentes. Para ações asiáticas não japonesas e ações latino-americanas, as classificações são baseadas no retorno total de ações em relação ao rendimento total médio do país em questão ou benchmark regional; A Austrália e a Nova Zelândia, e antes de 2 de outubro de 2012 os EUA e o Canadá baseiam suas classificações no (1) potencial de retorno total absoluto de ações à sua cotação atual e (2) a atratividade relativa do potencial de retorno total de uma ação dentro do universo da cobertura de um analista. Para ações australianas e neozelandesas, o rendimento de 12 meses é incorporado no cálculo do total de retorno absoluto e um limite de 15% e de 7,5% substitui o nível de 10-15% nas definições de classificação de ações de Superdesempenho e Baixo Desempenho, respectivamente. Os limites de 15% e 7,5% substituem os níveis +10-15% e -10-15% na definição de classificação de ações Neutras, respectivamente. Antes de 10 de dezembro de 2012, as classificações japonesas se baseavam no retorno total de ações em relação ao rendimento total médio do país em questão ou de benchmark regional.*

**Restritas (R):** Em determinadas circunstâncias, a política e/ou leis e regulamentos aplicáveis do Credit Suisse impedem certos tipos de comunicações, incluindo uma recomendação de investimento, durante o curso no qual o Credit Suisse esteja envolvido em uma transação de investimento bancário e em certas outras circunstâncias.

**Indicador de Volatilidade [V]:** Uma ação é definida como volátil se o preço subiu ou diminuiu em 20% ou mais em um mês, em pelo menos 8 dos últimos 24 meses ou o analista espera volatilidade significativa no futuro.

As ponderações dos analistas sobre o setor são distintas das classificações das ações e se baseiam nas expectativas do analista sobre os fatores fundamentais e/ou a valorização do setor\* em relação aos fatores fundamentais e/ou a valorização histórica do grupo:

**Superexposição:** A expectativa do analista para fundamentos e/ou avaliação do setor é favorável ao longo dos próximos 12 meses.

**Manter ação inalterada:** A expectativa do analista para fundamentos e/ou avaliação do setor é neutra ao longo dos próximos 12 meses.

**Subexposição:** A expectativa do analista para fundamentos e/ou avaliação do setor é cautelosa ao longo dos próximos 12 meses.

*\*A cobertura de setor de um analista consiste em todas as empresas abrangidas pelo analista dentro do setor em questão. Um analista pode cobrir vários setores.*

A distribuição de classificações de ações do Credit Suisse (e clientes bancários) é:

#### Distribuição da Classificação Global

| Classificação            | Versus universo (%) | de qual cliente bancário(%) |
|--------------------------|---------------------|-----------------------------|
| Superdesempenho/Comprar* | 43%                 | (54% clientes bancários)    |
| Neutro/Manter*           | 41%                 | (48% clientes bancários)    |
| Baixo Desempenho/Vender* | 14%                 | (43% clientes bancários)    |
| Restrito                 | 2%                  |                             |

*\*Para efeitos dos requisitos de divulgação da distribuição de classificações da NYSE e NASD, nossas classificações das ações de Superdesempenho, Neutro e Baixo Desempenho correspondem de maneira mais próxima a comprar, manter e vender, respectivamente; no entanto, os significados não são os mesmos, pois nossas classificações de ações são determinadas em termos relativos. (Consulte as definições acima.). A decisão de um investidor de comprar ou vender um título deve ser baseada em objetivos de investimento, participações atuais e outros fatores individuais.*

A política do Credit Suisse é atualizar relatórios de pesquisa que considere adequados, com base nos desenvolvimentos da empresa em questão, do setor ou do mercado que possa ter um impacto material sobre os pontos de vista ou opiniões contidos na pesquisa.

A política do Credit Suisse é usada apenas para publicar pesquisas de investimento que sejam imparciais, independentes, transparentes, justas e não enganosas. Para mais detalhes, consulte as Políticas do Credit Suisse para a Gestão de Conflitos de Interesse em relação à Pesquisa de Investimentos: [http://www.csfb.com/research e analytics/disclaimer/managing\\_conflicts\\_disclaimer.html](http://www.csfb.com/research%20and%20analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html).

O Credit Suisse não oferece qualquer orientação fiscal. Qualquer instrução aqui em relação a qualquer imposto federal dos EUA não se destina ou está escrito para ser usada, e não pode ser usada, por qualquer contribuinte, a fim de evitar quaisquer penalidades.

Consulte o site de divulgação da empresa em <https://rave.credit-suisse.com/disclosures> para as definições e abreviaturas normalmente utilizadas no método custeio-alvo e as seções de risco.

Confira a seção Empresas Listadas com os nomes completos das empresas

A empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BBDC4.SA, ITUB4.SA, SANB11.SA) atualmente é, ou foi, durante o período de 12 meses anterior à data da distribuição deste relatório, cliente do Credit Suisse.

O Credit Suisse prestou serviços de investimento bancário para a empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

O Credit Suisse prestou serviços bancários não relacionados a investimentos para a empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BBDC4.SA, ITUB4.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

[T2] Comentário: No original "U", Underperform.

[T3] Comentário: Overweight

[T4] Comentário: Market Weight

[T5] Comentário: Underweight

**CREDIT SUISSE**

O Credit Suisse tem gerido ou gerido em conjunto uma oferta pública de títulos para a empresa questão (BBAS3.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

O Credit Suisse recebeu compensação bancária relacionada a investimento da empresa questão (CABK.MC, BBAS3.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

O Credit Suisse espera receber ou pretende obter remuneração relacionada a investimento bancário da empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BBDC4.SA, BRSR6.SA, ITUB4.SA, SANB11.SA) nos próximos 3 meses.

O Credit Suisse recebeu remuneração por produtos e serviços que não sejam serviços bancários de investimento da empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BBDC4.SA, ITUB4.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

**Divulgação Regional Importante**

Destinatários em Singapura devem contactar o Credit Suisse AG, filial de Singapura, para quaisquer questões decorrentes deste relatório de pesquisa.

O(s) analista(s) envolvidos na preparação deste relatório não consultaram as operações materiais da empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BBDC4.SA, BRSR6.SA, ITUB4.SA, SANB11.SA) nos últimos 12 meses.

Restrições a determinados títulos canadenses são indicadas pelas seguintes abreviaturas: NVS - ações sem direito a voto; RVS – ações com voto restrito; SVS - ações com voto subordinado.

Indivíduos que recebem este relatório a partir de um corretor de investimento canadense que não é afiliado ao Credit Suisse devem ser avisados que este relatório pode não conter divulgações regulatórias que o corretor de investimento canadense não afiliado seria obrigado a fazer se fosse o seu próprio relatório.

Para Credit Suisse Securities (Canadá), as políticas e procedimentos de Inc's em relação à divulgação da pesquisa de ações, consulte o site [http://www.csfb.com/legal\\_terms/canada\\_research\\_policy.shtml](http://www.csfb.com/legal_terms/canada_research_policy.shtml).

O Credit Suisse atuou como coordenador líder ou membro do sindicato em uma oferta pública de títulos para a empresa em questão (CABK.MC, BBAS3.SA, BRSR6.SA, SANB11.SA) nos últimos 3 meses.

Até a data deste relatório, o Credit Suisse atua como formador de mercado ou provedor de liquidez em títulos de renda variável que são tema deste relatório.

O capital não é garantido no caso de ações, pois os preços são variáveis.

Comissão é a taxa de comissão ou o montante acordado com um cliente quando da criação de uma conta ou a qualquer momento depois disso.

Daniel Sasson & Marcelo Telles, CFA & Victor Schabbel & Alonso Garcia garantem que (1) as opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. ou seus afiliados ("Credit Suisse"). (2) Parte da minha remuneração está baseada em vários fatores, incluindo as receitas totais do Credit Suisse, mas nenhuma parte da minha remuneração foi, é, ou estará relacionada às recomendações ou opiniões expressas neste relatório específico. Além disso, o Credit Suisse declara que: o Credit Suisse tem oferecido, e/ou pode, no futuro, oferecer serviços de investimento bancário, corretagem, gestão de ativos, serviços bancários comerciais e outros serviços financeiros para a(s) empresa/empresas em questão ou suas filiais, pelos quais receberam ou pode receber honorários habituais e comissões, e que constituem ou podem constituir interesses financeiros ou comerciais relevantes em relação à(s) empresa/empresas em questão ou os títulos em questão.

Marcelo Telles, CFA é o analista responsável por este relatório de acordo com a Instruction CVM 483.

Posto que este é um relatório de autoria, no todo ou em parte, de um analista não americano e é disponibilizado nos EUA, as seguintes divulgações são importantes sobre qualquer analista contribuinte não americano: os analistas pesquisadores não americanos listados abaixo (se houver) não são registrados/qualificados como analistas pesquisadores com FINRA. Os analistas pesquisadores não americanos listados abaixo podem não estar associados ao CSSU e portanto podem não estar sob as regras NASD Rule 2711 e NYSE Rule 472 de restrições sobre as comunicações com uma empresa em questão, aparições públicas e negociação de títulos realizada por um analista de conta.

**Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) SA ou suas afiliadas.** ..... Daniel Sasson; Marcelo Telles, CFA; Victor Schabbel; Alonso Garcia

Para divulgação de informações do Credit Suisse sobre outras empresas mencionadas neste relatório, por favor, visite o site <https://rave.credit-suisse.com/disclosures> ou ligue +1 (877) 291-2683.

As referências neste relatório ao Credit Suisse incluem todas as subsidiárias e afiliadas do Credit Suisse que operam sob sua divisão de investimentos bancários. Para mais informações sobre a nossa estrutura, use o seguinte link: [https://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/). Este relatório pode conter material que não é direcionado ou destinado à distribuição ou uso por qualquer pessoa ou entidade que seja cidadão ou residente ou esteja situado em qualquer localidade, estado, país ou outra jurisdição onde tal distribuição, publicação, disponibilidade ou uso seria contrária à lei ou regulamento ou que sujeitaria o Credit Suisse AG ou suas afiliadas ("CS") a qualquer registro ou exigência de licenciamento dentro de tal jurisdição. Todo o material apresentado neste relatório, a menos que especificamente indicado de outra forma, está sob direitos autorais do CS. Nenhum material, nem seu conteúdo nem qualquer cópia dele, podem ser alterados de forma alguma, transmitido, copiado ou distribuído para qualquer outra parte, sem a prévia autorização expressa por escrito do CS. Todas as marcas comerciais, marcas de serviços e logotipos utilizados neste relatório são marcas registradas ou marcas de serviço ou marcas registradas ou marcas do CS ou suas afiliadas. As informações, ferramentas e materiais apresentados neste relatório são fornecidos apenas para fins informativos e não devem ser usados ou considerados como uma oferta ou a solicitação de uma oferta de venda ou compra ou de subscrição de títulos ou outros instrumentos financeiros. O CS pode não ter tomado todas as medidas para assegurar que os títulos referidos neste relatório sejam adequados para qualquer investidor

## CREDIT SUISSE

em particular. O CS não tratará os destinatários deste relatório como seus clientes em virtude do simples recebimento deste relatório. Os investimentos e serviços contidos ou mencionados neste relatório podem não ser adequados para você e é recomendável que você consulte um consultor de investimentos independente se estiver em dúvida sobre tais investimentos ou serviços de investimento. Nada neste relatório constitui orientação sobre investimentos, orientações legais, contábeis ou fiscais, ou declaração de que qualquer investimento ou estratégia é adequada ou apropriada para as suas circunstâncias individuais, ou constituem de outra forma uma recomendação pessoal para você. O CS não faz afirmação sobre as consequências fiscais de investimentos e é aconselhável consultar um consultor fiscal independente. Observe, principalmente, que as bases e níveis de tributação podem mudar. As informações e opiniões apresentadas neste relatório foram obtidas ou derivadas de fontes que o CS acredita serem confiáveis, porém o CS não faz nenhuma representação quanto à sua exatidão ou completude. CS não se responsabiliza por perdas decorrentes da utilização do material apresentado neste relatório, a não ser que esta exclusão de responsabilidade não se aplique na medida em que tal responsabilidade decorra de estatutos ou regulamentos específicos aplicáveis ao CS. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício do julgamento independente. O CS pode ter emitido, podendo no futuro emitir, outros meios de comunicação que sejam consistentes com, e que cheguem a conclusões diferentes, as informações apresentadas neste relatório. Essas comunicações refletem as diferentes hipóteses, pontos de vista e métodos analíticos dos analistas que prepararam este relatório e o CS não está sob nenhuma obrigação de garantir que essas outras comunicações sejam informadas a qualquer destinatário deste relatório. O CS pode, na medida do permitido por lei, participar ou investir em operações financeiras com o(s) emitente(s) dos títulos referidos no presente relatório, prestar serviços ou solicitar negócios de tais emissores, e/ou ter uma posição ou explorar ou ter outro interesse material, ou transações de efeito, em tais títulos ou opções aqui listadas ou ainda outros investimentos relacionados. Além disso, ele pode negociar títulos aqui referidos no material apresentado neste relatório. O CS pode ter, nos últimos três anos, atuado como gestor ou co-gestor de uma oferta pública de títulos para, ou atualmente pode formar um mercado primário em emissões de, qualquer uma ou todas as entidades mencionadas neste relatório ou pode estar fornecendo, ou ter fornecido, nos últimos 12 meses, consultoria significativa ou serviços de investimento em relação ao investimento em questão ou um investimento relacionado. Informações adicionais estão sujeitas a obrigações de confidencialidade, e disponíveis mediante solicitação. Alguns investimentos previstos no presente relatório serão oferecidos apenas por uma entidade e, no caso de alguns investimentos exclusivos do CS, ou de um associado do CS ou o CS pode ser o único formador de mercado em tais investimentos. O desempenho passado não deve ser tomado como um indicador ou garantia de desempenho futuro, e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita em relação ao desempenho futuro. As informações, opiniões e estimativas contidas neste relatório, refletem um parecer à data original de publicação feito pelo CS e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. O preço, valor e renda a partir de qualquer um dos títulos ou dos instrumentos financeiros mencionados neste relatório podem cair, bem como subir. O valor dos títulos e instrumentos financeiros estão sujeitos à flutuação da taxa de câmbio que podem ter um efeito positivo ou negativo sobre o preço ou a renda de tais títulos ou instrumentos financeiros. Os investidores em títulos tais como ADRs, cujos valores são influenciados pela volatilidade da moeda, efetivamente assumem este risco. Os títulos estruturados são instrumentos complexos, normalmente envolvem um alto grau de risco e se destinam à venda só para investidores sofisticados que sejam capazes de compreender e assumir os riscos envolvidos. O valor de mercado de qualquer título estruturado pode ser afetado por mudanças nos fatores econômicos, financeiros e políticos (incluindo, mas não limitado a, interesses locais e futuros e taxas de câmbio), tempo até o vencimento, condições de mercado e a volatilidade, bem como a qualidade de crédito de qualquer emitente ou emite de referência. Qualquer investidor interessado em adquirir um produto estruturado deve realizar sua própria pesquisa e análise do produto e consultar os seus próprios consultores profissionais sobre os riscos envolvidos em fazer tal compra. Alguns investimentos discutidos neste relatório podem ter um alto nível de volatilidade. Investimentos de alta volatilidade podem sofrer quedas bruscas e grandes quedas em seu valor causando perdas quando o investimento é realizado. Essas perdas podem igualar o investimento original. De fato, no caso de alguns investimentos, as perdas potenciais podem ultrapassar o montante de investimento inicial e, em tais circunstâncias, você pode ser obrigado a pagar mais dinheiro para suportar essas perdas. A renda produzida por investimentos pode flutuar e, em consequência, o capital inicial pago para fazer o investimento pode ser usado como parte do rendimento de renda. Alguns investimentos podem não ser prontamente realizáveis e pode ser difícil de vender ou concretizar esses investimentos, da mesma forma pode ser difícil para você obter informações confiáveis sobre o valor, ou riscos, aos quais esse investimento estão expostos. Este relatório pode fornecer os endereços ou conter links para sites, Exceto na medida em que o relatório refere-se ao material do site do CS, o CS não reviu tais sites e não se responsabiliza pelo conteúdo deles. Tais endereços ou hiperlinks (incluindo endereços ou links para material do próprio site da CS) são fornecidos apenas para sua conveniência e informação e o conteúdo de qualquer site não faz parte de qualquer forma deste documento. Acessando esse site ou seguir tal link através deste relatório ou site do CS está por sua conta e risco. Este relatório é emitido e distribuído na Europa (exceto Suíça) pelo Credit Suisse Securities (Europe) Limited, One Cabot Square, Londres E14 4QJ, Inglaterra, que é autorizado pela Prudential Regulation Authority e regulado pela Financial Conduct Authority e a Prudential Regulation Authority. Este relatório é distribuído na Alemanha pelo Credit Suisse Securities (Europe) Limited Niederlassung Frankfurt am Main regulado pela Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). Este relatório é distribuído nos Estados Unidos e no Canadá pelo Credit Suisse Securities (USA) LLC; na Suíça pelo Credit Suisse AG; no Brasil pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A ou suas afiliadas; no México pelo Banco Credit Suisse (México), S.A. (transações relacionadas a os títulos referidos neste relatório somente serão efetuadas em conformidade com a regulamentação aplicável); no Japão pelo Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Firm, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, membro da Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association; em outros locais na Ásia/Pacífico por qualquer que seja a entidade devidamente autorizada nesta jurisdição: Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, com endereço registrado em 990 Abdulrahim Place, 27 Floor, Unit 2701, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500, Tailândia, Tel. +66 2614 6000, Credit Suisse Securities (Malásia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch, Credit Suisse Securities (India) Private Limited regulado pela Securities and Exchange Board of India (registration Nos. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631), tendo endereço registrado em 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777, Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Seoul Branch, Credit Suisse AG, Taipei Securities Branch, PT Credit Suisse Securities Indonesia, Credit Suisse Securities (Philippines) Inc., e no resto do mundo pela filial autorizada pertinente acima. Pesquisas sobre títulos taiwaneses produzidos pelo Credit Suisse AG, Taipei Securities Branch tem sido produzidos e registrados pelo Senior Business Person. A pesquisa fornecida aos residentes da Malásia é autorizada pelo Head of Research for Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, a que se devem direcionar dúvidas através do tel +603 2723 2020. Este relatório foi elaborado e emitido para distribuição em Singapura para investidores institucionais, investidores qualificados e investidores especialistas (cada um conforme definido no âmbito da Financial Advisers Regulations) somente, e também é distribuído pelo Credit Suisse AG, Singapore filial para investidores internacionais (conforme definido nas Financial Advisers Regulations). Em virtude de seu status como investidor institucional, investidor qualificado, investidor perito ou investidor no exterior, o Credit Suisse AG, filial Singapura, está isento de cumprir com certos requisitos no âmbito da Financial Advisers Act, Capítulo 110 de Singapore (a "FAA"), as Financial Advisers Regulations, Publicações e Diretrizes relevantes aqui emitidas, em relação a qualquer serviço de consultoria financeira que o Credit Suisse AG, filial Singapura possa fornecer. Esta pesquisa pode não estar de acordo com os requisitos de divulgação canadenses. Nas jurisdições onde o CS não está já registrado ou licenciado para negociar títulos, as operações somente serão efetuadas em conformidade com a legislação aplicável de títulos, o que variará de acordo com a jurisdição e que pode exigir que o negócio seja feito de acordo com as isenções de registro aplicáveis ou requisitos de licenciamento. Clientes de fora dos EUA que desejam efetuar uma transação devem contatar uma unidade CS em sua jurisdição local, a menos que a lei vigente permita o contrário. Clientes dos EUA que desejam efetuar uma transação devem fazê-lo apenas contatando um representante no Credit Suisse Securities (USA) LLC nos EUA. Observe que esta pesquisa foi originalmente elaborada e emitida pelo CS para distribuição aos seus profissionais de mercado e clientes investidores institucionais. Os destinatários que não estão no mercado profissional ou que não são clientes investidores institucionais do CS devem procurar a orientação do seu consultor financeiro independente antes de tomar qualquer decisão de investimento com base neste relatório ou para qualquer explicação necessária dos seus conteúdos. Esta pesquisa pode estar relacionada a investimentos ou serviços de uma pessoa fora do Reino Unido ou para outros assuntos que não sejam autorizados pela Prudential Regulation Authority e regulados pela Financial Conduct Authority e a Prudential Regulation Authority ou ou em relação aos quais as proteções da Prudential Regulation Authority e Financial Conduct Authority para clientes privados e/ou o regime de compensação Reino Unido pode não estar disponível, e para mais detalhes a respeito, sendo o caso, estão disponíveis mediante solicitação em relação a este relatório. O CS pode fornecer vários serviços a entidades municipais dos Estados Unidos ou pessoas relacionadas ("municípios"), incluindo sugerir transações individuais ou negócios e entrar em tais transações. Quaisquer serviços que o CS fornece aos municípios não são vistos como "orientações", na aceção da Section 975 da Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. CS presta qualquer um desses serviços e informações relacionadas unicamente em base de competência no mercado e não como consultor ou fiduciário para o município. Com relação a prestação de tais serviços, não há acordo, direto ou indireto, entre qualquer município (incluindo os funcionários, administradores, empregados ou seus agentes) e o CS para que o CS preste assessoria ao município. Os municípios devem consultar seus assessores financeiros, contadores e conselheiros legais sobre quaisquer serviços prestados pelo CS. Além disso, o CS não está agindo para remuneração direta ou indireta do município em nome de um corretor não afiliado, negociador, vendedor de títulos municipais, assessor municipal ou consultor de investimentos com a finalidade de obter ou manter um compromisso pelo município para ou em conexão com os Municipal Financial Products, o emissor de títulos municipais, ou de um consultor de investimentos para prestar serviços de consultoria de investimento ou em nome do município. Se este relatório está sendo distribuído por uma instituição financeira, que não Credit Suisse AG, ou suas afiliadas, essa instituição financeira é o único responsável pela distribuição. Os clientes dessa instituição devem contatar essa instituição para efetuar uma transação em títulos mencionados neste relatório ou solicitar mais informações. Este relatório não constitui recomendação de investimento pelo Credit Suisse para os clientes da instituição financeira d distribuição, e nem Credit Suisse AG, e suas afiliadas e seus respectivos escritórios, diretores e empregados se responsabilizam por qualquer perda direta ou consequências que possam advir da sua utilização deste relatório ou seu conteúdo. O Capital não é garantido. A Comissão é a taxa de comissão ou o montante acordado com um cliente quando da criação de uma conta ou a qualquer momento depois disso.

Copyright © 2014 CREDIT SUISSE AG e/ou suas filias. Todos os direitos reservados.

O Capital de Investimentos em títulos pode ser afetado em função do preço de venda ou preço de mercado. Além disso, há títulos cujo capital de investimento pode ser afetado devido à mudanças no valor de resgate. É necessário cuidado na hora de investir em tais instrumentos.

Ao comprar títulos japoneses de renda fixa não listados (títulos do governo japonês, títulos municipais japoneses, títulos garantidos do governo japonês, títulos de empresas japonesas) do CS enquanto vendedor, você terá que pagar apenas o preço de compra..

**[T6] Comentário:** American Depositary Receipt = Recibos de Depósitos Americanos (aportuguesando o nome.