

A estrutura de redução de impostos dos varejistas

Analizando a estrutura de redução de impostos para varejistas

Discussões recentes em torno da estrutura fiscal do Brasil levaram os investidores a questionar se mudanças na estrutura de incentivos fiscais poderiam ser implementadas antes da aprovação de uma Reforma Tributária. Os varejistas estão altamente expostos a incentivos fiscais (principalmente via ICMS, mas também por meio de benefícios fiscais efetivos). Esses subsídios de investimento são dedutíveis do imposto de renda, diminuindo a carga tributária sobre as vendas e reduzindo o imposto de renda efetivo recolhimento de ônus e CSLL para o comércio varejista, conforme Lei Complementar nº 160/2017. Assim, neste relatório, detalhamos todas as isenções fiscais por empresa, além de mostrar três importantes isenções fiscais estaduais concedidas aos varejistas: Compete (Espírito Santo), Lei da Moda (Rio de Janeiro) e TTD (Santa Catarina).

Para ficar de olho: julgamento do STJ pode fortalecer a segurança jurídica

Há anos, a esfera administrativa e o Judiciário estudam a diferença entre subsídio de investimento e de custeio, bem como os respectivos tratamentos tributários de cada um, com recentes decisões favoráveis às empresas. Há ainda um recurso relativo ao tema pendente de julgamento no Superior Tribunal de Justiça (STJ), agendado para análise pela 1ª Turma no dia 26 de abril, potencialmente reforçando a segurança jurídica sobre o tema. O debate originou-se do fato de que, de acordo com a Lei 12.973/2014, as subvenções para investimentos não são incorporadas ao cálculo do "Lucro Real" (não sujeito a IRPJ ou CSLL). Esses são os benefícios do ICMS concedidos pelos estados para investimentos esperados, como construção de fábricas e infraestruturas ou geração de empregos. Durante muitos anos, foram comuns as discussões no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) sobre a existência ou inexistência desses investimentos. Caso a resposta fosse negativa, o benefício recebido era considerado um subsídio para despesas operacionais e deveria ser tributado. No entanto, a situação mudou com a edição da LC nº 160/2017, criada para mitigar os efeitos da guerra fiscal entre os estados. Entre outros pontos, a regra equiparou todos os incentivos fiscais a subsídios para investimentos.

Ruído de curto prazo = exposição conservadora ao setor

De 2018 a 2023, 14 dos 26 acórdãos da 1ª Turma do STJ sobre o tema favoreceram os contribuintes. De fato, apenas uma decisão nesse período ficou do lado das autoridades fiscais. O argumento é que a tributação desses subsídios pelo governo federal gera um esvaziamento ou redução do incentivo fiscal legitimamente concedido pelos entes federativos, gerando concorrência entre o governo federal e os estados. Em 26 de abril, a 1ª Turma do STJ deve definir se a decisão sobre créditos presumidos se estende a outros benefícios fiscais de ICMS (o crédito presumido atualmente é isento de Imposto de Renda e CSLL), como redução de base de cálculo ou alíquota, isenções ou diferimentos.

Analistas

Luiz Guanais

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gabriel Disselli

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Victor Rogatis

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ainda não está claro se as mudanças nos incentivos fiscais serão anunciadas antes de uma Reforma Tributária mais completa ou se o governo mudará total ou parcialmente a dedutibilidade desses incentivos da carga do Imposto de Renda e/ou da CSLL – o que, no caso de uma Decisão do STJ favorável às empresas, dificultaria a aprovação no Congresso. Sim, as empresas podem aumentar os preços para compensar parcialmente os aumentos de impostos (principalmente varejistas de alto padrão e varejistas de alimentos que vendem itens mais essenciais), com impactos negativos na inflação. Mas o ambiente do varejo, com alto endividamento das famílias e renda disponível pressionada, deve limitar essas altas e pressionar as margens do setor. Como resultado, permanecemos conservadores na exposição do setor de varejo por enquanto, com um mix preferencial de empresas expostas à reabertura econômica, mas com algum poder de precificação, proteção contra a inflação e (especialmente) sólido momento operacional, oferecendo menos espaço para revisões negativas de lucros: MELI, Smartfit, Track&Field e Raia Drogasil.

Benefícios Fiscais

Tabela 1: Visão geral da Compete

Incentivo Fiscal
Compete ES
Federal/Estadual
Estadual
Estado Relacionado
ES
Imposto
ICMS
Empresas Beneficiadas
Arezzo,
Leis
6.331/2012 - ES

Resumo

COMPETE é um benefício estadual que concede alíquotas reduzidas de ICMS local, bem como créditos presumidos interestaduais para uma infinidade de indústrias no estado do ES.

Vestuário

Operações Internas

Redução da alíquota do ICMS nas operações internas (alíquota de 7%)

Operações interestaduais

Crédito presumido de ICMS em operações interestaduais (taxa de 9%)
 Isenção de ICMS nas vendas de mostruário (até 3% das vendas mensais)
 ICMS diferido relativo ao capex interestadual ou de importação (usado em depreciação/desinvestimentos)

Restrições/Condições

Indústrias de confecções, confecções ou calçados, com faturamento bruto proveniente de atividades industriais verticais no estado do ES é superior a 70% de todo o faturamento bruto da empresa

Distribuição / Atacado

Operações Internas

-

Operações interestaduais

Estorno de débitos de ICMS registrados após a utilização dos créditos correspondentes, de forma a totalizar alíquota efetiva de 1,1%

Restrições/Condições

Operações atacadistas estabelecidas no estado do ES, não destinadas ao consumidor final, produtos com tributação monofásica, cacau e pimenta in natura e couro bovino.

Ecommerce (B2B/B2C)

Operações Internas

-

Operações interestaduais

Crédito presumido que conduz a uma taxa de imposto efetiva de 1,1%
 ICMS diferido na importação, até a efetiva venda

Restrições/Condições

Estabelecimento que opera exclusivamente vendas de comércio eletrônico, para consumidores (tanto pessoas físicas quanto jurídicas)

Fonte: Secretaria de Estado de Fazenda, BTG Pactual

Tabela 2: Visão Geral da Lei da Moda

Incentivo Fiscal
Lei da Moda - RJ
Federal/Estadual
Estadual
Estado Relacionado
RJ
Imposto
ICMS
Empresas Beneficiadas
Allied, Arezzo, Magazine Luiza, Soma,
Leis
6.331/2012 - RJ

Resumo
Lei da Moda é um benefício estadual que concede alíquotas reduzidas de ICMS local e benefícios de ICMS diferidos para operações industriais de vestuário e calçados no RJ
Operações Internas
Redução da alíquota do ICMS nas operações internas (alíquota de 2,5%) ICMS diferido para aquisição ou importação de matéria-prima (até a venda final do produto beneficiado)
Operações interestaduais
Crédito presumido de ICMS em operações interestaduais (taxa de 9%) Isenção de ICMS nas vendas de mostruário (até 3% das vendas mensais) ICMS diferido relativo ao capex interestadual ou de importação (usado em depreciação/desinvestimentos)
Restrições/Condições
Indústrias de confecções, confecções ou calçados, com CNPJ próprio para estabelecimento industrial Transferências entre diferentes CNPJs da mesma empresa são incluídas no ICMS recolhido

Fonte: Secretaria de Estado de Fazenda, BTG Pactual

Tabela 3: Visão Geral do Tratamento Tributário Diferenciado (TTD)

Incentivo Fiscal
Tratamento Tributário Diferenciado (409,410,411) SC
Federal/Estadual
Estadual
Estado Relacionado
SC
Imposto
ICMS, Impostação
Empresas Beneficiadas
C&A
Leis
RICMS - Art. 246, Annex 2
17.763/2019 - SC
Resumo
O TTD 409 é um incentivo à redução de impostos nas operações de importação para estabelecimentos do estado de SC. Enquanto isso, os 410 e 411 adiam impostos de importação e agilizam os procedimentos de importação
Operações Internas
Redução da alíquota do ICMS na importação (2,6% + 1% após 36 meses).
Crédito presumido de 3,6% para Simples
Crédito presumido de 11,2%
ICMS diferido na importação, até a efetiva venda
Operações interestaduais
Crédito presumido de 3,6% para Simples
Crédito presumido de 8,2% (4,6%+3,6% após 36 meses) ou 7,6%
Crédito presumido de 2,1% da base integral para produtos da lista Camex, para operações interestaduais ou locais, considerando uma operação interestadual para a próxima transação
Restrições/Condições
Restringido a estabelecimentos localizados em Santa Catarina, para importações destinadas a vendas internas ou interestaduais

Fonte: Secretaria de Estado de Fazenda, BTG Pactual

Resumo do benefício fiscal por varejista

Tabela 4: Visão Geral dos Benefícios Fiscais por Varejistas

Companhia	Benefício	Federal/Estadual	Imposto	Comentários	Subvenção do ICMS	Redução do imposto de renda PJ - subvenção do ICMS
Arezzo	Compete ES	Estadual	ICMS	-		
	Lei da Moda RJ	Estadual	ICMS	-	302	102
	Lei do Bem	Federal	Imposto de Renda	-		
Assai	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Lei Complementar nº 160/17 e Lei nº 12.973/14.	753	248
C&A	Tratamento diferenciado das importações SC	Estadual	ICMS	Tratamento diferenciado do estado a) Diferimento do ICMS na importação de mercadoria destinada à comercialização; b) Diferimento parcial da operação interna posterior à importação; c) Crédito presumido sobre operação posterior à importação de mercadoria para comercialização; e d) Dispensa da garantia do ICMS diferido na importação, mediante pagamento antecipado do ICMS devido na saída subsequente. O tratamento diferenciado não tem prazo de validade.	14	5
Carrefour	Regime especial - subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	O grupo se enquadra em alguns regimes especiais e está negociando com as secretarias estaduais de finanças para obtenção de outros. O Carrefour Comércio e Indústria Ltda obteve regime especial no estado de São Paulo. A empresa possui créditos tributários a recuperar relativos a ICMS, Substituição Tributária do ICMS (ICMSST), PIS e COFINS. A administração vem adotando medidas para viabilizar a realização desses créditos tributários. Estas medidas incluem pedidos de compensação com base nos regimes especiais, alterações na cadeia de abastecimento, pedidos adicionais para o regime de substituição tributária, transferência de créditos para terceiros e pedidos de reembolso, entre outros.	794	270
CVC	PERSE	Federal	PIS/COFINS/imposto de renda/CSLL	-	-	-
	Lei do Bem	Federal	Imposto de renda	-		
Hypera	Regime Especial - Subvenção do ICMS IR	Estadual	ICMS	A empresa recebe incentivo fiscal de ICMS do Governo do Estado de Goiás por meio de crédito concedido. Com base no Convênio de Regime Especial firmado com o Estado de Goiás, esse crédito concedido é utilizado como contrapartida a débitos de ICMS.	957	325
Lojas Quero Quero	Subsídio de ICMS	Estadual	Imposto de Renda	Subvenção para investimentos via créditos presumidos de ICMS nos termos da Lei Complementar nº 160/2017, utilizados como dedução na base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social do exercício. A empresa possui benefícios e incentivos fiscais e financeiros de ICMS em alguns estados onde atua. Tais incentivos são considerados subsídios para investimentos nos termos da Lei Complementar nº 160/2017.	8	3
	Lei do Bem	Federal	Imposto de Renda	-		
Lojas Renner	Tratamento diferenciado das importações SC	Estadual	ICMS	A empresa é beneficiada com diferimento de ICMS na importação no estado de SC	365	123
	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Empresa tem crédito presumido de ICMS em operações de comércio eletrônico para o estado do RJ		
Magazine Luiza	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Beneficia-se de uma série de incentivos fiscais estaduais. Pela Lei Complementar nº 160/2017, esses benefícios são caracterizados como subvenções para investimentos e, de acordo com o CPC 07 (Subvenções e Assistências Governamentais), são registrados nas demonstrações financeiras do exercício.	568	193
	Compete ES	Estadual	ICMS	-		
Marisa	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	A empresa se beneficia de incentivos fiscais relacionados ao ICMS, como redutor de alíquota, nas vendas e importações de produtos em seus centros de distribuição, que podem ser impactados pela pandemia do COVID-19.	-	-
Mateus	Regime especial - subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Crédito presumido, em substituição ao cálculo normal, no Estado do Maranhão em percentual que resulta em carga tributária de 2% para operações destinadas a contribuintes do ICMS e de 7% para operações destinadas a não contribuintes. Relativamente a referidas operações beneficia ainda de uma redução da base de cálculo, resultando num diferencial de tributação de 12% sobre o valor da operação; Autorização concedida pelo Estado do Maranhão para os benefícios fiscais previstos na Lei nº 10.690/17, conforme parecer constante do processo nº 0024951/2020-SEINC-MA. Cálculo do ICMS-ST devido na entrada da mercadoria no Estado do Maranhão até o dia 20 do mês seguinte ao da entrada da mercadoria no estabelecimento.	984	358
	Regime especial - subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Crédito presumido substituindo o cálculo normal no Estado do Piauí para que o ICMS a ser recolhido seja equivalente a (a) 2% do valor das operações que envolvam mercadorias tributadas com alíquota interna inferior a 25%; (b) 5% do valor das operações que envolvam bens tributados à alíquota interna igual ou superior a 25%; (c) 7% para operações com destinatário não inscrito no ICMS; e (d) 10% sobre o valor de mercado de bebidas alcoólicas específicas.		
Natura	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	Reconhecimento de benefícios fiscais no Brasil nas controladas Avon e Natura relativos a subvenções para investimentos.	611	208
Panel	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	A empresa se beneficia de isenções e incentivos fiscais de ICMS em alguns estados onde atua. Tais incentivos são considerados subsídios para investimentos nos termos da Lei Complementar nº 160/2017. Esses incentivos, quando aplicáveis, são destinados à Reserva de Incentivos Fiscais.	23	8

Fonte: BTG Pactual

Petz	Lei do Bem	Federal	Imposto de renda	-	-
	Zona Franca de Manaus	Estadual	IPI / PIS / COFINS		
Positivo	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	A empresa também é beneficiária de 100% dos créditos presumidos de ICMS nos estados do Paraná e Bahia sobre a venda/despacho de equipamentos de informática, conforme Decreto nº 1.922/2011 e Decreto nº 4.316/1995, respectivamente.	-
	TECNOPARQUE Curitiba	Municipal	ISS		
RD	Subsídio de ICMS Minas Gerais	Estadual	ICMS	A empresa celebrou convênio com o Estado de Minas Gerais para obtenção de regime especial para fins de (i) diferimento parcial do ICMS incidente sobre operações de repasse interno e vendas internas a distribuidoras do mesmo grupo econômico, e (ii) aplicação do crédito presumido de ICMS nas operações de importação e exportação no âmbito do comércio eletrônico e telemarketing.	224
	Crédito presumido de ICMS Paraíba	Estadual	ICMS	A empresa celebrou convênio com o Estado da Paraíba com o objetivo de utilizar o crédito presumido de ICMS nas remessas internas e interestaduais, com um valor mínimo mensal fixo a ser recolhido.	76
SBF	Subsídio de ICMS Paraíba	Estadual	ICMS	A empresa estabeleceu centros de distribuição nos estados da Paraíba e Minas Gerais, onde recebeu incentivos fiscais dos governos locais, reduzindo o valor do imposto pago sobre vendas, aumentando efetivamente o reconhecimento de receita líquida. Esses incentivos foram contabilizados em conta redutora na rubrica Impostos sobre a Venda de Mercadorias.	188
	Lei da Moda RJ	Estadual	ICMS		64
Soma	Redução da base de cálculo do ICMS São Paulo	Estadual	ICMS	A A&F Fabril Indústria Ltda ("A&F Fabril"), controlada do Grupo de Moda Soma, beneficia-se da redução da base de cálculo do ICMS e do crédito presumido de ICMS do setor têxtil, previstos nos Anexos II e III do Regulamento do ICMS de do Estado de São Paulo, respectivamente. A A&F Fabril atua na fabricação de confecções e acessórios, bem como na comercialização para atacadistas. A legislação do Estado de São Paulo permite que a empresa reduza a alíquota de ICMS aplicada em suas remessas internas, exceto para consumidores finais, para 12% e utilize o crédito presumido de ICMS de 12% calculado sobre as mesmas remessas, observando as diretrizes da Portaria CAT nº 35 de 27/05/2017.	438
	Compete Espírito Santo	Estadual	ICMS		149
	Subsídio de ICMS Goiás	Estadual	ICMS	Nas operações adquiridas por meio da combinação de negócios com a Hering, os benefícios fiscais de ICMS gerados entre setembro e dezembro de 2021, principalmente pela legislação do Estado de Goiás, tiveram impacto positivo.	
Track&Field	Redução da base de cálculo do ICMS São Paulo	Estadual	ICMS	A empresa possui um centro de produção e distribuição localizado em São Paulo e se beneficia de incentivos fiscais concedidos às indústrias têxteis do estado. As remessas internas de produtos industrializados (vestuário e acessórios de tecido) são beneficiadas com redução da base de cálculo nos termos do artigo 52, Anexo II, do Regulamento do ICMS do Estado de São Paulo ("RICMS/SP") e concedem créditos de 9% nas mesmas remessas, nos termos do Art. 41, Anexo III, do RICMS/SP.	6
					2
Via	Subsídio de ICMS	Estadual	ICMS	A empresa se beneficia com a redução do ICMS via crédito presumido, redução da base de cálculo e redução da alíquota. Esses benefícios estão distribuídos em 21 estados e resultam em um nível considerável de exclusões das bases de cálculo do IRPJ e da CSLL. Para viabilizar o uso desse benefício, a empresa atende aos requisitos legais.	691
	SUDENE	Estadual	Imposto de Renda	-	
	PROADE	Estadual	ICMS	-	
	PROVIN	Estadual	ICMS	-	
	PROBAHIA	Estadual	ICMS	-	
Vulcabras	Regime Especial - Subsídio de ICMS Minas Gerais	Estadual	ICMS	Regime Especial – Para Vulcabras Distr. Arte. Especificação Ltda (Filial Extrema-MG): e-PTA-RE Nº 45.000024131-24, que trata do incentivo do Regime Especial via protocolo simplificado de intenções que prevê diferimentos, créditos presumidos e TTS/CORREDOR DE IMPORTAÇÃO, que consiste no diferimento de Pagamentos de ICMS sobre importações com fins específicos de comercialização; pelo diferimento parcial, resultando em diferencial de ICMS de 4% para produtos importados e 12% para produtos nacionais devido sobre vendas no mercado interno destinadas a contribuintes beneficiários do regime especial; para o crédito presumido, sendo a alíquota efetiva de 3% nas operações internas e interestaduais com produtos nacionais e o crédito presumido de 2,5% nas operações interestaduais com produtos importados ou 4% nas operações internas com produtos importados, por prazo indeterminado.	241
	Deferimento de ICMS - importação	Estadual	ICMS	Regime Especial – Para funcionamento da Vulcabras SP (Filial Extrema-MG): e-PTARE Nº: 45.000024132-05, que trata do incentivo do Regime Especial a seguir: TTS/E-COMMERCE NÃO VINCLANTE, que consiste na adoção de procedimentos para a atribuição de responsabilidade pela retenção e recolhimento do ICMS devido em substituição tributária, a concessão do diferimento do ICMS na importação e a adoção de sistema simplificado de escrituração e cálculo tributário, nas operações contratadas no âmbito do comércio eletrônico ou telemarketing destinadas a consumidores finais com crédito presumido de ICMS nas operações domésticas de 12% para produtos nacionais e 4% para produtos importados e 1,3% da alíquota efetiva nas vendas interestaduais, por prazo indeterminado.	82
				TTS/ATACADISTAS e TTS/E-COMMERCE também contemplam o diferimento do ICMS incidente sobre a entrada de mercadorias com finalidade específica de comercialização, decorrentes de importação direta do exterior, para operações posteriores realizadas pela Vulcabras.	

Fonte: BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignas de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordadas no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx