

## Crédito: riscos e resiliência nos Fiagros

### Margens sob pressão

Após três anos consecutivos de compressão de margens, o ano de 2026 indicava uma recuperação gradual para o setor agrícola, cenário que mudou de forma relevante com a eclosão do conflito no Oriente Médio. A interrupção parcial do fluxo global de petróleo e derivados no Estreito de Ormuz provocou forte alta nos preços de energia, combustíveis e fertilizantes, pressionando novamente a estrutura de custos do produtor rural. Em nossa visão, o atual ciclo deve manter a rentabilidade do setor em patamar pressionado ao longo dos próximos trimestres.

### Custos sobem mais rápido que as commodities

O choque sobre diesel, gás natural e nitrogenados impacta diretamente a cadeia agrícola global, especialmente em culturas mais intensivas em insumos, como soja, milho e algodão. Enquanto fertilizantes, defensivos e combustíveis registram altas relevantes, os preços das principais commodities agrícolas seguem relativamente estáveis, limitando a capacidade de repasse dos custos ao longo da cadeia. Como consequência, observamos pressão adicional sobre as margens operacionais dos produtores, sobretudo daqueles com maior dependência de crédito, capital de giro e rolagem de dívidas.

### Juros elevados e pressão sobre o crédito

Além do impacto operacional, o conflito também provocou uma reprecificação das curvas de juros globais, reduzindo as expectativas de cortes monetários nas principais economias. No Brasil, esse movimento tende a prolongar o ambiente de juros elevados justamente em um momento de maior fragilidade financeira para parte do setor agropecuário. O resultado é um cenário de crédito mais seletivo, maior custo de carregamento das dívidas e possível aumento de renegociações e eventos pontuais de estresse ao longo dos próximos trimestres.

### Fiagros contam com amortecedores

Apesar do cenário mais desafiador, entendemos que os Fiagros sob nosso acompanhamento apresentam uma exposição relativamente equilibrada ao atual ciclo, sustentada pela combinação entre reservas acumuladas, maior pulverização das carteiras, redução gradual da concentração em produtores de grãos e *duration* mais curta das operações. Além disso, os descontos em relação ao valor patrimonial e o carregamento ainda elevado das operações indexadas ao CDI oferecem uma margem adicional de "proteção". Embora não descartemos novos eventos de crédito no médio prazo, avaliamos que parte desses riscos já está refletida nos preços atuais dos ativos.

BTG Pactual Equity Research  
Fundos Listados

**Daniel Marinelli**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Matheus Oliveira**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

BTG Pactual Commodities

**Jean Miranda**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Vitor Novaes**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

## Choque geopolítico comprime margens agrícolas

Após 3 anos consecutivos de compressão de margens, o ano de 2026 prenunciava uma recuperação no setor agrícola. Tudo mudou, porém, com a eclosão do conflito no Oriente Médio. Com a explosão dos preços de petróleo e derivados, custos operacionais e financeiros foram revisados para cima, apertando as margens do setor. Assim, o ano de 2026 pode ser marcado por margens bastante comprimidas.

O conflito é amplo em consequências devido à geografia: um dos principais palcos de guerra é o Estreito de Ormuz, por onde circulam aproximadamente 20% de todo o fluxo global de petróleo e derivados – atualmente alvo de bloqueios que impedem a circulação destes produtos. Nas estimativas do FMI, a média de embarcações que passaram pelo estreito do início do ano até o imediato pré-guerra foi de 84, após o bloqueio, essa média caiu para 3. Como efeito direto, os preços de referência para o petróleo (Dated Brent, prompt) e gás (TTF europeu e JKM asiático, first-line) apresentaram alta relevante. Ainda mais preocupante que a paralisação inicial nos fluxos de petróleo e gás oriundos do Golfo Pérsico foi o recrudescimento do conflito em meados de março, que levou à destruição física de infraestrutura energética, já que os ataques em Ras Laffan, no Catar, retiraram do mercado cerca de 20% do fornecimento global de Gás Natural Liquefeito (GNL). Refinarias de petróleo na região também foram alvo de ataques, o que tem levado a uma alta nos preços dos derivados ainda mais pronunciada.

Em meio a essa disrupção, o setor agrícola foi impactado em múltiplas frentes. O primeiro canal de transmissão veio pelos custos de produção, uma vez que alguns dos produtos refinados mais afetados pelo conflito, como diesel e nitrogenados, têm peso relevante na estrutura de custos do produtor. No Mato Grosso, fertilizantes, defensivos e insumos para máquinas, incluindo diesel e lubrificantes, respondem, em média, por 72% do custeio do milho, 83% no caso da soja e 84% no algodão. Quando considerado o custo total – que soma custeio mais despesas com manutenção, taxas e impostos, financiamentos e seguros, pós-produção, arrendamento, depreciações, pró-labore e custo de oportunidade –, os gastos com fertilizantes, defensivos e operações mecanizadas representam 38% do total no milho, 45% na soja e 48% no algodão.

No caso do diesel, o fechamento do Estreito de Ormuz provocou altas da ordem de 70% em praças relevantes, como Singapura, um dos principais hubs de negociação de *bunkering* e diesel para o tráfego marítimo, ARA/Europa e Golfo do México, região de origem de boa parte do diesel importado pela América Latina. Nos fertilizantes, aproximadamente 45% do comércio global de ureia, 45% do enxofre, 25% da amônia e 20% dos fosfatados circulam pela região. A ureia, um dos principais nitrogenados utilizados na agricultura, é especialmente sensível ao choque, já que entre 70% e 80% do seu custo de produção está ligado ao gás natural. A China, maior produtora global, importa 31% do seu gás natural do Oriente Médio, sendo 28% apenas do Catar. Como resultado, a ureia granular exportada por portos da região já acumula alta superior a 70% desde o início do conflito. Nos fosfatados, o mercado já operava pressionado por manutenções no Marrocos e incertezas sobre as exportações chinesas, mas também é afetado por Ormuz pela presença de amônia em produtos como MAP e DAP, além do uso de enxofre no SSP.

Além disso, o choque nos preços do diesel cria um canal adicional de pressão sobre os fertilizantes, dado que boa parte desses produtos é transportada por via marítima. Soma-se a isso, o movimento típico de momentos de disrupção no comércio global, caracterizado por uma “fuga para o curto prazo”. Esse fenômeno consiste em um aumento anormal da demanda por produtos disponíveis para entrega imediata, independentemente de onde estejam, e tende a atravessar praticamente todas as principais commodities agrícolas e energéticas.

Um exemplo desse movimento ocorreu no mercado de nitrogenados. A Índia, grande produtora de arroz e trigo, acelerou os leilões de compra de ureia, pagando preços entre 85% e 90% superiores aos níveis observados no período imediatamente anterior à guerra, reduzindo a disponibilidade global do fertilizante. Como os leilões indianos são subvencionados pelo governo, a demanda local tende a apresentar menor elasticidade a preço quando comparada à de outros países. Essa dinâmica afeta diretamente o Brasil, que costuma receber a maior parte dos fertilizantes importados, cerca de 70% do total, entre setembro e abril do ano seguinte. Isso sugere que parte do impacto da alta de preços já pode ter sido sentida nos meses de março e abril. Caso os importadores acelerem as aquisições nos próximos meses, poderemos observar um novo foco de pressão altista sobre os preços.

Enquanto isso, os preços das principais commodities agrícolas seguiram de lado ou com valorização aquém da alta dos custos. Considerando os primeiros vencimentos futuros negociados nos EUA, a soja subiu 2% desde o início do conflito, sendo que o milho subiu 5%, o trigo subiu 10% e o algodão subiu 27%. O açúcar chegou a subir mais de 10 pontos percentuais, mas devolveu toda a alta ao longo do mês de abril.

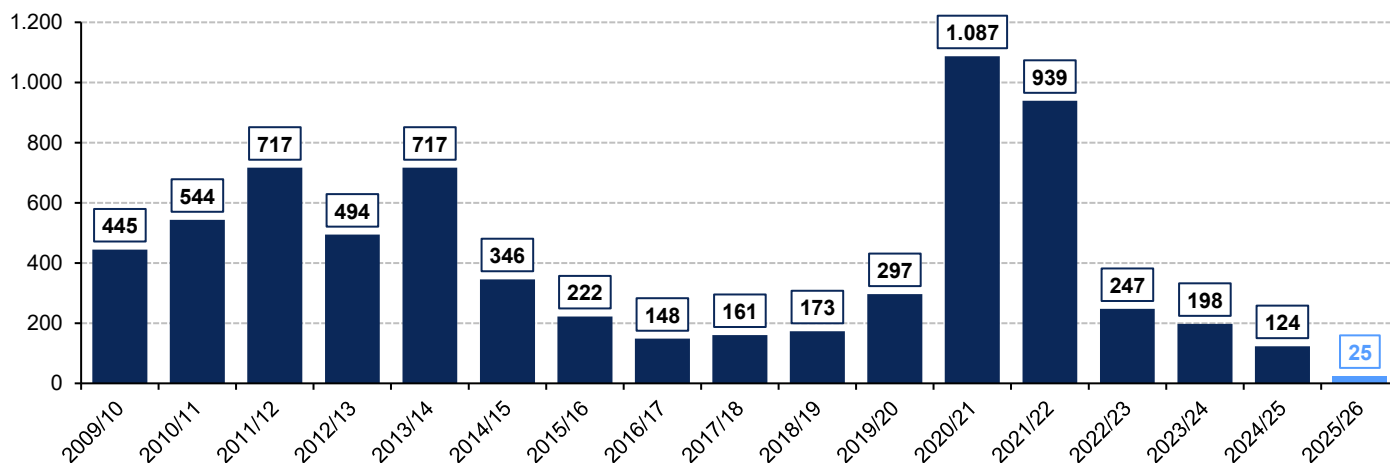
Com os custos avançando em ritmo superior ao dos preços das commodities, a consequência direta é a compressão das margens dos produtores. Há, no entanto, uma segunda ordem de efeitos que pode intensificar essa pressão: a inflação de energia e alimentos, que tende a limitar o ritmo de cortes de juros nas principais economias globais.

As disrupções no Estreito de Ormuz já vêm repercutindo sobre diversos setores e provocaram uma reprecificação das curvas de juros em importantes economias, como Estados Unidos, União Europeia e Brasil. Nos Estados Unidos, que servem como referência para o restante do mundo, a taxa implícita nos futuros de Fed Funds para o fim de 2026 era de 3% antes do conflito, indicando dois cortes em relação à taxa referencial atual, situada entre 3,5% e 3,75%. Após o início do conflito, o mercado passou a precificar implicitamente uma taxa de 3,58%, ou seja, sem cortes ao longo do ano. Na União Europeia, chegou-se a discutir a possibilidade de retomada de um ciclo de alta de juros. Já no Brasil, o processo de desinflação observado ao longo do último ano começou a mostrar sinais de estabilização, favorecido pela queda nos preços de alimentos e bens industriais e por efeitos indiretos positivos sobre serviços. Ainda assim, o cenário de curto prazo se tornou mais desafiador do que o esperado, diante de surpresas altistas concentradas em itens voláteis, sobretudo em função da forte elevação dos combustíveis, frustrando as expectativas de um ciclo mais agressivo de cortes de juros no país.

Esse cenário é particularmente desafiador para os produtores rurais, especialmente para aqueles que operam com algum grau de alavancagem. De acordo com o último levantamento do Monitor RGF, da consultoria RGF&Associados, 539 empresas do setor agropecuário estavam em recuperação judicial no 1T26, um aumento de 58% em relação ao mesmo período do ano anterior. A combinação de custos operacionais e financeiros mais elevados pode continuar exercendo pressão sobre o crédito no setor.

Em síntese, o choque geopolítico no Oriente Médio introduz um vetor adicional de deterioração para o setor agrícola global, ao atuar simultaneamente sobre os custos operacionais, via energia e fertilizantes, e sobre as condições financeiras, via juros mais elevados por mais tempo. A assimetria entre a rápida recomposição dos custos e a resposta mais lenta dos preços agrícolas implica compressão adicional de margens ao longo de 2026, após um período já prolongado de fragilidade. Nesse contexto, esperamos uma piora adicional dos indicadores de rentabilidade do produtor ao longo dos próximos trimestres. A materialização desse cenário dependerá, em grande medida, da persistência das disrupções no mercado energético e da capacidade de repasse de custos ao longo da cadeia. Em nossa visão, o balanço de riscos para o setor agrícola em 2026 permanece assimétrico para baixo.

### Lucratividade da produção de soja de alto rendimento (USD\$/ha) – Mato Grosso, Brasil



Fonte: Purdue University, Cogo Inteligência e BTG Pactual.

Nota: Produção de soja de alto rendimento (4k ton/ha), MT, Brasil. Valores em USD. Custo de terra inclui custo de oportunidade e capital investido.

## Cenário para Fiagros

Criado em 2021, o mercado de Fiagros apresentou crescimento acelerado nos últimos anos, impulsionado pelo avanço do crédito privado ao agronegócio e pelo forte apetite dos investidores pela classe. Após a fase inicial de expansão e o início do período de maior estresse observado em 2024, marcado por uma série de eventos de crédito, os fundos sob nosso acompanhamento passaram a apresentar recuperação relevante nos últimos meses, com performance média de 24,5% nos últimos 12 meses e de 35,0% nos últimos 24 meses.

### Fiagros: tabela de performance

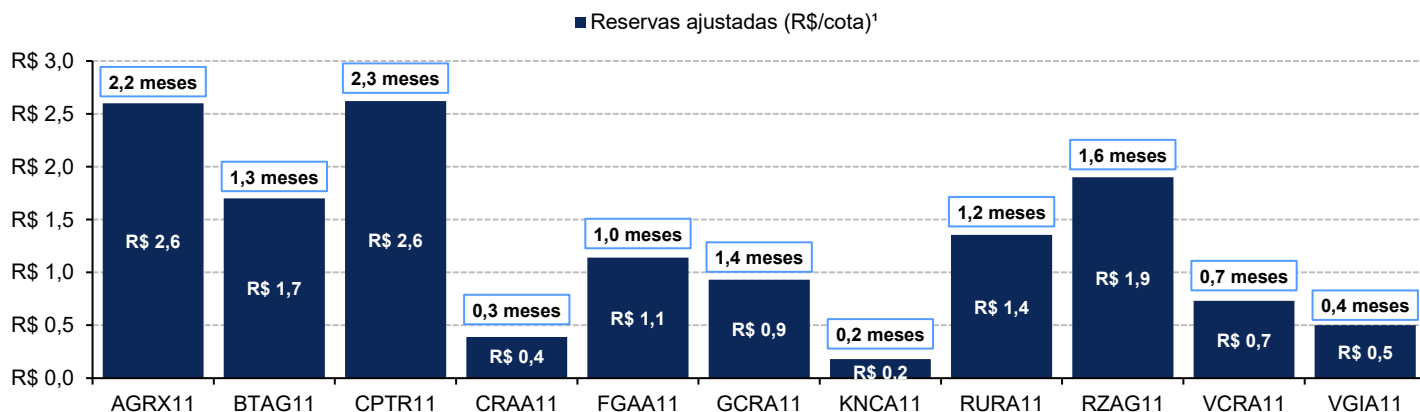
Ticker	Gestor	Mês (MTD)	Ano (YTD)	12M	24M	Liquidez (R\$ mil)	P/VPA	DY (LTM)
AGRX11	Exes	-5,8%	6,1%	32,0%	19,7%	1.152	0,80x	19,5%
BTAG11	BTG Pactual	2,7%	13,1%	42,7%	68,5%	42	1,16x	16,5%
CPTR11	Capitânia	0,4%	9,5%	32,4%	24,1%	141	0,85x	17,6%
CRAA11	Sparta	0,4%	11,9%	26,0%	31,4%	897	0,98x	16,0%
FGAA11	FG/A	-4,8%	2,0%	18,6%	42,3%	923	0,92x	16,5%
GCRA11	Galapagos	-2,6%	6,0%	22,7%	11,5%	195	0,62x	16,2%
KNCA11	Kinea	-2,5%	0,3%	9,0%	20,1%	4.011	0,90x	13,5%
RURA11	Itaú	-2,4%	7,0%	24,4%	20,3%	3.621	0,86x	16,1%
RZAG11	Riza	-3,9%	-0,1%	19,2%	45,9%	1.576	0,92x	17,1%
VCRA11	Vectis	-1,3%	6,1%	10,4%	25,4%	679	0,62x	16,1%
VGIA11	Valora	0,4%	5,9%	32,3%	75,4%	2.374	1,02x	18,1%
<b>Média</b>	-	<b>-1,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>24,5%</b>	<b>35,0%</b>	<b>1.419</b>	<b>0,98x</b>	<b>16,7%</b>

Fontes: Economatica e BTG Pactual. Data Base: 13/05/2026.

Ainda assim, o ambiente permanece mais desafiador no curto prazo, especialmente diante da combinação entre juros elevados, aumento dos custos de produção e compressão das margens de parte dos produtores rurais, conforme discutido anteriormente. Nesse contexto, o principal ponto de atenção está relacionado ao aumento do risco de inadimplência das operações, com potencial impacto tanto sobre a distribuição de rendimentos quanto sobre a marcação patrimonial dos portfólios. Soma-se a isso, o maior custo de rolagem das dívidas e um ambiente mais restritivo para renegociações junto aos credores.

Em resposta a essa dinâmica, os Fiagros passaram a reforçar de forma mais relevante suas reservas de resultados desde 2025, aproveitando a flexibilidade regulatória da classe, que não exige distribuição mínima obrigatória de 95% dos resultados, como ocorre no mercado de FIIs. Atualmente, os Fiagros sob nossa cobertura possuem, em média, 1,1 mês de dividendos acumulados em reserva, montante que consideramos estratégico para absorver eventuais oscilações na marcação a mercado dos ativos e suavizar impactos sobre os rendimentos distribuídos.

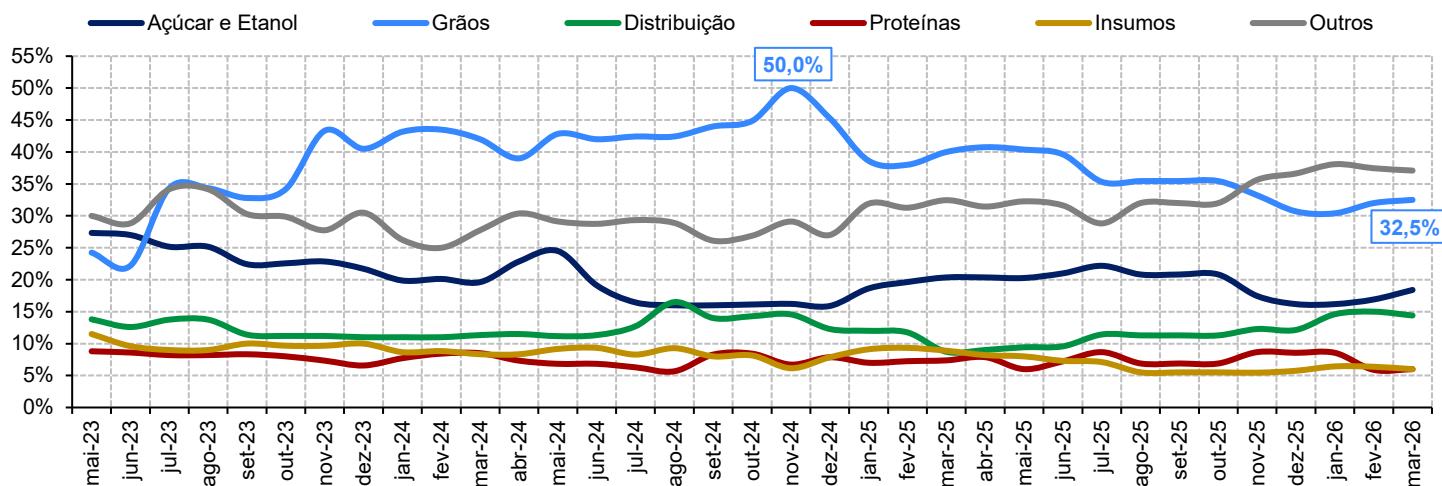
### Fiagros: reserva de resultados



Fontes: Relatórios gerenciais (abril e março) e BTG Pactual. \*Reserva ajustada para cotação base de R\$ 100 por cota, uma vez que existem fundos com base 10.

Além disso, observamos uma postura mais conservadora das gestoras ao longo dos últimos trimestres, com maior seletividade na originação de crédito, maior pulverização das carteiras e redução gradual da exposição a operações mais sensíveis ao atual ciclo agrícola. Também identificamos uma mudança relevante na composição dos portfólios. Se, anteriormente, boa parte das exposições estava concentrada em produtores de soja e milho, atualmente observamos maior participação dos segmentos de açúcar e etanol, além de uma diversificação mais ampla entre culturas e regiões produtoras. Esse movimento reflete uma tentativa do mercado de reduzir concentrações excessivas e construir carteiras mais resilientes. Adicionalmente, a *duration* relativamente mais curta das operações tende a permitir a renovação dos portfólios em condições potencialmente mais atrativas ao longo dos próximos anos.

**Fiagros: histórico de alocação setorial**



Fontes: Fatos Relevantes, Relatórios Gerenciais e BTG Pactual.

Olhando à frente, seguimos enxergando a possibilidade de novos eventos de crédito no médio prazo, especialmente em operações mais avançadas ou expostas a segmentos mais pressionados. Entendemos que os fundos sob nossa cobertura apresentam uma exposição ao cenário atual, mas estão sustentados pela combinação entre reservas acumuladas, *duration* mais curta, carteiras mais pulverizadas e descontos em relação ao valor patrimonial. Embora o momento ainda exija cautela e seletividade, avaliamos que parte dos riscos já se encontra refletida nos preços atuais dos ativos.

## Disclaimers

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

### Certificação

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

### Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou possa ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx) [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)