



A indústria de previdência complementar tende a ser pró-cíclica — tanto na escolha entre classes de ativos quanto entre gestão ativa e passiva. Entender esse padrão pode ser mais valioso do que seguir o consenso do momento.

Renda fixa como % do patrimônio	Gestão ativa genuína em RF	Taxa de Juros Padrão (TJP)
<b>85%</b>	<b>~15%</b>	<b>INPC + 5,33%</b>
Previc — Rel. de Gestão 2025, p. 19	estimativa analítica própria	Portaria Previc nº 343/2025

Há um padrão comportamental bem documentado na alocação institucional: o capital tende a fluir para as estratégias e classes de ativos que melhor performaram recentemente — e a sair exatamente quando o ciclo está próximo de virar. Esse movimento pró-cíclico se manifesta tanto na rotação entre classes (bolsa versus renda fixa, por exemplo) quanto na escolha entre gestão ativa e passiva. O sistema fechado de previdência complementar não está imune a esse padrão. Nos últimos anos, assistimos à migração acelerada de renda variável para renda fixa e, dentro da renda fixa, da gestão ativa para o carregamento passivo de NTN-B marcada na curva. A justificativa em cada caso foi a mesma: desempenho recente desfavorável da classe ou estratégia que estava sendo abandonada. A pergunta que este artigo propõe é se esse movimento está precificando o futuro — ou apenas extrapolando o passado recente.

### **Renda fixa ativa: a classe mais relevante que o debate ignora**

Com 85% do patrimônio total das EFPCs (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) alocado em renda fixa<sup>1</sup> — sobre uma base de aproximadamente R\$ 1,3 trilhão em ativos financeiros administrados pelo sistema —, é nesse segmento que as decisões de alocação têm maior impacto absoluto sobre o resultado do sistema. E é exatamente nesse segmento que o debate sobre gestão ativa permanece mais subdesenvolvido. A discussão pública nas EFPCs sobre ativo versus passivo concentra-se historicamente em renda variável, onde o ruído de curto prazo é mais visível e o escrutínio dos participantes é maior, enquanto o potencial de geração de alfa em renda fixa segue amplamente inexplorado.

A gestão ativa em renda fixa — Macro fundamentalista, arbitragem, quantitativa, etc. — oferece uma combinação de características que dificilmente outra classe replica: potencial de geração de alfa com perfil de risco de cauda substancialmente menor do que renda variável, e liquidez suficiente para servir ao ALM em diferentes cenários. Para entidades cuja meta atuarial é referenciada pela Taxa de Juros Padrão definida anualmente pela Previc,<sup>2</sup> abrir mão dessa fonte de retorno sem uma avaliação cuidadosa do ciclo e da estrutura de oportunidades disponíveis é uma decisão cujo custo raramente aparece nos relatórios de risco — mas que se acumula silenciosamente ao longo dos anos.

### **Ciclos de alfa e o custo de sair no momento errado**

Alfa em renda fixa ativa não é distribuído uniformemente no tempo. Estratégias de multimercado macro e RF ativa têm ciclos de desempenho correlacionados com o ambiente de juros, a inclinação da curva e a volatilidade de prêmios de risco. Em ambientes de curva flat ou invertida, com carry dominando o retorno e pouca dispersão entre vértices, o alfa proveniente de posicionamento ativo comprime. É exatamente o ambiente que marcou os últimos 18 a 24 meses: Selic em patamar historicamente elevado, prêmio concentrado no curto prazo, mercado de crédito privado ainda cicatrizando após os eventos de 2023.<sup>3</sup>

O resultado foi uma janela de underperformance relativo para a maioria dos gestores ativos de RF contra o CDI — não porque a gestão ativa piorou, mas, muito provavelmente, por uma questão de ciclos de alfa. O que acontece a seguir é o que a literatura comportamental e de finanças chama de chasing performance: entidades encerram mandatos, reduzem alocações ou migram para buy-and-hold justamente quando o ciclo está próximo de virar. O próximo ciclo favorável — que tende a se manifestar em ambientes de afrouxamento, reinclinação de curva e reabertura do mercado de crédito — chegará com essas entidades já fora da posição. Ciclos de alfa em renda fixa ativa raramente se completam em menos de três a cinco anos; mandatos avaliados em janelas mais curtas tendem a capturar apenas o vale.

**“O alfa não desaparece quando o ciclo está desfavorável. Ele se acumula — e é capturado por quem permaneceu alocado quando o ambiente era mais difícil.”**

A teoria de capacidade de mercado, bem documentada na literatura de gestão ativa desde Berk & Green (2004),<sup>4</sup> oferece um argumento adicional: quando o capital institucional sai de uma estratégia, a competição por determinadas oportunidades de mercado diminui — mispricings persistem por mais tempo, spreads se ampliam, e o retorno esperado dos gestores remanescentes tende a aumentar. Se essa lógica se aplica ao mercado brasileiro, o momento atual pode ser precisamente o de maior retorno esperado para quem permanece alocado.

**O argumento específico para planos BD: refinancing risk e diversificação de fontes de alfa**

Para planos de benefício definido, há uma camada adicional no argumento que merece atenção. A solução aparentemente elegante de alongar ao máximo a duration da carteira via NTN-B, em momento de taxas reais elevadas — casando o passivo atuarial e eliminando o risco de reinvestimento —, esbarra em um problema estrutural: a disponibilidade de títulos com duration suficiente para casar integralmente o ALM de planos BD, com maturidade de 25 a 30 anos, é limitada. O refinancing risk — o risco de ter de reinvestir recursos em um ambiente de taxas menos favorável — permanece vivo mesmo para entidades com estratégia predominantemente passiva.

Nesse contexto, concentrar a carteira de renda fixa em NTN-B marcada na curva não elimina o risco estrutural do ALM — apenas o torna menos visível no curto prazo. Uma forma importante de diversificar o refinancing risk é buscar fontes alternativas de geração de alfa: estratégias ativas que, por não dependerem exclusivamente do carregamento de um único instrumento, reduzem a exposição a um único cenário de juro futuro e ampliam a probabilidade de atingir a meta atuarial em diferentes ambientes de mercado. Para planos CD, o argumento é ainda mais direto: a evidência de longo prazo do próprio sistema — 327,83% de retorno acumulado entre 2011 e 2025 contra 289,43% do CDI5 — foi construída com gestão ativa, não apesar dela.

**Sobre a escolha de gestores: o que Swensen diria hoje**

Estabelecida a importância da gestão ativa em renda fixa, a questão seguinte é como selecionar gestores com maior probabilidade de geração de alfa no próximo ciclo. David Swensen, ao longo de três décadas à frente do endowment de Yale, desenvolveu uma convicção que contraria a prática dominante nas entidades institucionais: a melhor alocação não está no gestor com maior patrimônio sob gestão, nem no maior track record absoluto de curto prazo, mas no gestor experiente que ainda opera com patrimônio relativamente pequeno em relação à sua capacidade estrutural.

O raciocínio é preciso: gestores com capacidade ociosa têm maior incentivo para gerar alfa, maior flexibilidade para operar em oportunidades menos líquidas e menor atrito de execução. No contexto de renda fixa ativa brasileira, isso tem relevância adicional: determinados segmentos do mercado de crédito e da curva têm capacidade finita — gestores com patrimônio muito elevado literalmente não conseguem operar nesses nichos sem mover o mercado contra si mesmos. Um time experiente, com histórico comprovado em ciclos anteriores, que ainda opera com patrimônio abaixo de sua capacidade, oferece algo que não aparece em nenhum ranking de retorno recente:

experiência e espaço para crescer simultaneamente.

O critério dominante de seleção nas EFPCs ainda privilegia janelas curtas de performance e AUM como proxy de credibilidade — o que tende a selecionar gestores que já passaram pelo melhor de seu ciclo e cujo tamanho começou a ser um limitador de retorno. Incorporar explicitamente a razão entre patrimônio atual e capacidade estimada da estratégia como variável de due diligence — ao lado do track record ajustado ao ciclo e da estabilidade da equipe — seria um passo diferenciador no processo de seleção de qualquer EFPC.<sup>6</sup> A pergunta que vale no próximo comitê de investimentos não é “qual gestor teve o melhor retorno nos últimos 24 meses?”, mas “qual gestor tem o melhor time para o próximo ciclo — e ainda cabe mais?”

### **Uma provocação para o próximo ciclo**

O sistema encerrou 2025 com superávit de R\$ 17 bilhões e rentabilidade de 13,23%<sup>7</sup> — resultado sólido, obtido em um dos ambientes de renda fixa mais favoráveis da última década. A questão que permanece em aberto é o que acontece com as carteiras que hoje estão integralmente carregadas de forma passiva quando esse ambiente se normalizar. Entidades que reduziram sua alocação em gestão ativa durante o vale do ciclo terão, no momento da virada, dois problemas simultâneos: o custo de reentrada em estratégias que já recuperaram parte do terreno, e a ausência das fontes alternativas de alfa que poderiam ter diversificado o refinancing risk ao longo do caminho.

O sistema que entregou 327,83% de retorno acumulado entre 2011 e 2025 não construiu esse resultado ignorando os ciclos. Construiu-o atravessando-os — com gestores ativos, mandatos de prazo adequado e critérios de seleção que iam além do retorno recente. A memória institucional disso, em um momento de ceticismo generalizado com a gestão ativa, pode ser o ativo mais subalocado do sistema.

### **Notas e Fontes**

**[1]** Previc — Relatório de Gestão 2025, Gráfico 9 “Investimentos por Segmento”, p. 19. Renda fixa: 85% do total. Patrimônio do sistema: ~R\$ 1,3 trilhão em ativos financeiros (p. 89). Fonte: PREVIC/CGIR. Dados extraídos em 12/03/2026.

**[2]** A meta atuarial de cada plano é definida individualmente, referenciada pela Taxa de Juros Padrão (TJP) estabelecida anualmente pela Previc por meio de portaria. Consolidado Estatístico Abrapp, dezembro/2025; Portaria Previc nº 343, de 13 de abril de 2025.

**[3]** Quantum Finance / Previc. Crédito privado: 8-12% da carteira de RF, com retração documentada pós-eventos de crédito de 2023-2024. A estimativa de ~15% de gestão ativa genuína em RF é estimativa analítica própria derivada de dados Previc e Quantum Finance.

**[4]** Berk, J. & Green, R. (2004). “Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets.” *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295. DOI: 10.1086/424739. Ver também Shleifer & Vishny (1997). “The Limits of Arbitrage.” *Journal of Finance*, 52(1). DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x

**[5]** Consolidado Estatístico Abrapp, dezembro/2025. Rentabilidade acumulada do sistema entre 2011 e 2025: 327,83% (CDI: 289,43%; Ibovespa: 77,64%). Tabela VII — Rentabilidade Estimada. Fonte: Abrapp/Bacen/Ipeadata.

**[6]** Swensen, David F. *Pioneering Portfolio Management*. Free Press, 2000. O critério de capacidade relativa como variável de seleção de gestores externos é desenvolvido nos capítulos sobre alinhamento de incentivos e gestão de portfólio institucional (caps. 7 e 8).

**[7]** Previc — Relatório de Gestão 2025, pp. 13-14. Superávit consolidado: R\$ 17 bilhões (superávits de R\$ 39 bi em 424 planos menos déficits de R\$ 22 bi em 154 planos). Rentabilidade média anual do regime: 13,23%. Fonte: PREVIC/CGIR. Dados extraídos em 11/03/2026.

## Legismap Roncarati

Artigo – O custo invisível do conservadorismo: o que o ciclo de alfa em gestão ativa revela sobre o momento atual – por Fabio Zaclis\*

---

\***Fabio Zaclis** é Head de Portfolio Manager na Daycoval Asset Management

**Fonte:** [Abrapp em Foco](#), em 03.06.2026.