



Uma perspectiva sobre alocação defensiva em ações para fundos de previdência complementar

## **A Incerteza como Constante**

Mercados são voláteis por natureza. Em algum momento, todo gestor de portfólio se depara com um ciclo em que as cotações caem de forma acentuada, a correlação entre ativos sobe e as decisões de alocação, antes bem fundamentadas, passam a ser questionadas. O instinto nessas situações costuma ser o mesmo: reduzir o risco, buscar segurança e esperar a tempestade passar.

O problema é que as respostas defensivas convencionais carregam custos que só ficam visíveis depois. Para um fundo de previdência, com obrigações atuariais de longo prazo e uma meta atuarial que precisa ser perseguida ao longo de décadas, migrar para renda fixa no pico de uma crise pode parecer prudente, mas frequentemente significa abrir mão dos melhores pontos de entrada em renda variável. Ações de boas pagadoras de dividendos, por sua vez, têm demonstrado uma capacidade consistente de atravessar períodos de turbulência com perdas menores que o mercado em geral, sem abrir mão da perspectiva de retorno superior no longo prazo. Não se trata de uma garantia, mas de um padrão observável nos dados, respaldado por décadas de evidência empírica no Brasil e no mundo.

## **O que o Dividendo Revela sobre uma Empresa**

Em teoria, a política de dividendos seria irrelevante para o valor de uma empresa, como Miller e Modigliani demonstraram em 1961. Em condições de mercado perfeito, sem impostos ou assimetria de informação, um acionista seria indiferente entre receber um dividendo ou obter retorno equivalente pela valorização da ação. Em mercados perfeitos, o argumento é matematicamente correto. O problema é que não vivemos em mercados perfeitos.

Na prática, uma empresa que distribui dividendos de forma consistente ao longo de anos está comunicando algo que nenhuma projeção financeira consegue capturar com a mesma clareza. Ela gera caixa de verdade. O lucro líquido pode ser moldado por lançamentos contábeis como amortização e provisões, enquanto o caixa não pode. Quando os proventos chegam na conta do acionista trimestre após trimestre, trata-se de uma confirmação objetiva de que o modelo de negócio funciona. Ao manter um histórico de pagamentos, a empresa cria um compromisso de alto custo reputacional, pois cortar dividendos penaliza severamente o preço das ações, o que leva a gestão a só se comprometer com distribuições que ela acredita ser sustentáveis.

O resultado é que o universo das boas pagadoras tende, por construção, a reunir negócios maduros, com geração de caixa previsível e lideranças que alocam capital com disciplina. A análise nesta ótica olha para o que a empresa já provou que consegue fazer, não para o que ela promete. Isso não significa ignorar o futuro, mas ancorá-lo em uma evidência concreta de capacidade de entrega.

## **O que Separa uma Boa Pagadora de uma Armadilha**

Nem toda empresa que paga dividendos merece estar em um portfólio orientado a proventos. A diferença entre um dividend yield atraente e um dividend yield perigoso raramente está no número em si; está nos fundamentos que sustentam aquele pagamento.

Um dos atributos importantes para enquadrar a empresa na estratégia é a previsibilidade do modelo de negócio. Setores regulados como energia elétrica, saneamento e concessões de infraestrutura oferecem receita atrelada a contratos de longo prazo com reajustes definidos, o que facilita o planejamento de distribuições. Setores cíclicos como mineração e celulose podem pagar dividendos elevados nos anos de preços altos, mas sustentar isso ao longo de um ciclo completo é

um teste muito mais rigoroso. Igualmente importante são as forças competitivas. Negócios com barreiras estruturais à entrada de concorrentes, seja por contratos de concessão, escala difícil de replicar ou marca com lealdade consolidada, têm probabilidade muito maior de manter seus níveis de geração de caixa ao longo do tempo.

O histórico de pagamentos também é importante. Uma empresa que manteve distribuições por quinze ou vinte anos, atravessando diversos ciclos, demonstrou na prática que seu modelo resiste ao estresse. Payouts recorrentemente acima de 90% ou 100% do lucro líquido comprometem a capacidade de reinvestimento e deixam pouca margem para anos mais fracos.

Estrutura de capital equilibrada e governança com alinhamento entre controladores e minoritários completam os atributos essenciais. Uma política de dividendos robusta funciona como mitigador ao risco de governança, mantendo o caixa circulando de forma regular e transparente. Quanto ao valuation, quando o dividend yield de uma boa pagadora supera o retorno real de uma NTN-B, o mercado está essencialmente oferecendo retorno de renda fixa para um negócio com potencial de crescimento. Yields muito acima do justificável pelo setor podem sinalizar deterioração real, e essa armadilha só é evitada com análise qualitativa rigorosa.

### **O Dividend Yield como Termômetro de Preço**

O dividend yield resulta de uma divisão simples entre dividendos pagos nos últimos doze meses e o preço atual da ação. O numerador tende a ser relativamente estável para empresas maduras e bem geridas. O denominador, o preço da ação, é volátil, sensível ao humor do mercado, capaz de cair 30% em semanas por razões que nada têm a ver com a operação da empresa.

Quando o mercado entra em pânico e derruba os preços de forma indiscriminada, o yield das boas pagadoras sobe não porque o negócio piorou, mas porque o preço foi comprimido. A maior volatilidade do mercado local cria janelas de entrada mais frequentes e generosas do que as encontradas em mercados mais maduros. Para o investidor com horizonte longo e disciplina para comprar nessas janelas, isso representa uma vantagem estrutural que o investidor de curto prazo simplesmente não consegue capturar.

### **A Evidência Empírica: Vinte Anos na Bolsa Brasileira**

Argumentos qualitativos são importantes, mas decisões de investimento são tomadas com dados. A boa notícia é que, para o mercado brasileiro, existe evidência empírica robusta e bem documentada sobre o desempenho histórico da estratégia de dividendos. Em dissertação pela EESP-FGV, Dedini, G. (2022) realizou um backtest abrangente cobrindo janeiro de 2002 a dezembro de 2021, com mais de 500 ações organizadas trimestralmente em carteiras por nível de dividend yield.

A carteira de maior dividend yield acumulou 8.798% no período, ou 25,2% ao ano, contra 672% acumulados pelo Ibovespa (10,8% ao ano), com volatilidade anualizada de 23,1% contra 24,0% do índice. Maior retorno com menor risco é a combinação mais rara em finanças, então os resultados chamam a atenção. O padrão de proteção nas quedas é ainda mais revelador. A carteira de alto yield gerou excesso de retorno de 7,9% nos trimestres de queda do mercado e de apenas 0,4% nos trimestres de alta. Ou seja, a estratégia captura boa parte das altas, mas protege de forma expressiva nas baixas. O drawdown máximo foi de 39%, com recuperação média em seis meses, contra 86% de perda máxima e quase trinta meses de recuperação para o grupo de ações não pagadoras de dividendos. Os resultados se repetiram nas duas janelas de dez anos analisadas, em diferentes regimes de juros e ciclos econômicos, refutando a hipótese de que são um artefato de um período específico.

A 4UM Investimentos acompanhou grande parte desse período na prática. Com 18 anos operando a estratégia de dividendos, a gestora atravessou boa parte dos episódios que o estudo documenta, de 2008 à pandemia de 2020. O padrão que os dados descrevem em retrospecto possui grande semelhanças com o que a equipe observou nestas quase duas décadas.

## **Comportamento em Episódios de Estresse**

Também é válido examinar o comportamento da estratégia em crises. Para este exercício, usaremos o Índice de Dividendos da B3 (IDIV) como referência da estratégia, comparado ao Ibovespa e ao SMLL.

Na crise financeira de 2008, o Ibovespa recuou 60% do pico ao fundo, as Small Caps 65%, e o IDIV 54%. A resiliência relativa reflete a natureza das companhias do índice, com menor alavancagem e fluxo de caixa mais previsível.

Em 2015-2016, o IDIV foi a exceção e recuou 57%, mais que o Ibovespa (49%) e o SMLL (54%), por conta da concentração em Petrobras e no setor de Utilities, diretamente afetados pelos choques daquele período. Ainda assim, a recuperação foi mais rápida, em torno de 13 meses a partir do fundo, contra 19 meses dos demais.

Na pandemia de 2020, o Ibovespa caiu 47% em dois meses, o SMLL 52%, e o IDIV 41%, com recuperação similar entre Ibovespa e IDIV em torno de nove meses, contra 13 meses das Small Caps.

O episódio mais elucidativo foi 2022. Com os bancos centrais em ciclo agressivo de aperto monetário e incertezas eleitorais e fiscais no Brasil, o Ibovespa caiu 26% e levou 16 meses para se recuperar. O SMLL recuou 46% desde seu pico em 2021 e até hoje não se recuperou. O IDIV apresentou drawdown máximo de 17%, nove pontos percentuais abaixo do Ibovespa e quase 29 pontos abaixo do SMLL, e se recuperou em apenas 9 meses. Em ambientes de juros crescentes, as pagadoras de dividendos se tornam relativamente mais atraentes pela capacidade de oferecer retorno em caixa, enquanto o mercado penaliza com mais intensidade os ativos de duration maior sem fluxo de caixa imediato.

Em três dos quatro episódios, o IDIV apresentou drawdown menor que o Ibovespa e o SMLL, enquanto apresentou recuperação mais rápida em todos os períodos. Nos momentos de maior tensão sistêmica, as pagadoras de dividendos cumpriram o papel defensivo que a teoria prediz.

## **Por que Essa Estratégia é Ideal para Fundos de Previdência**

Os argumentos acima valem para qualquer tipo de investidor, mas há características específicas dos fundos de previdência complementar que tornam essa estratégia especialmente alinhada com a natureza dessas entidades.

O horizonte de investimento é o primeiro ponto. Fundos de previdência têm, por definição, horizonte de décadas e podem suportar volatilidade de curto prazo de uma forma que a maioria dos investidores simplesmente não consegue. Quem foi forçado a vender em março de 2020 não capturou a recuperação de nove meses; quem manteve, sim. O horizonte longo também amplifica o efeito do reinvestimento. O backtest acumulou 8.798% em vinte anos precisamente porque os dividendos recebidos foram reinvestidos em novas posições, gerando novos dividendos em ciclo progressivo. Para um fundo com horizonte de trinta ou quarenta anos, a matemática dos juros compostos torna essa estratégia transformadora.

A gestão de ativos e passivos é outro ponto central. Uma carteira de pagadoras de dividendos gera fluxos de caixa recorrentes ao longo do ano, que aumentam a liquidez da estratégia, facilitando o pagamento de benefícios correntes e reduzindo a necessidade de desinvestimento forçado em momentos desfavoráveis. Não substitui a renda fixa nessa função, mas a complementa de forma relevante, especialmente em períodos de juros baixos.

Vimos também que o perfil defensivo reduz o risco de cauda para fundos de previdência. A diferença entre drawdown máximo de 39% com recuperação em seis meses e perda de 86% com recuperação em quase trinta meses pode ser a distinção entre um fundo que atravessa uma crise com equilíbrio atuarial intacto e outro que enfrenta dificuldades estruturais.

Por fim, trata-se de uma estratégia facilmente compreendida pelos conselhos deliberativos e pelos beneficiários dos planos. Em um ambiente de exigência crescente de transparência e prestação de contas, conseguir explicar de forma clara o racional de uma estratégia é uma vantagem prática que contribui para a manutenção da estratégia ao longo do tempo, com menor risco de mudanças de curso nos piores momentos do ciclo.

#### **Da Teoria à Prática: O que 18 Anos Ensinam**

Backtests documentam o passado com precisão, mas não capturam o que só o tempo acumula. Em dezoito anos gerindo a estratégia de Dividendos, a 4UM aprendeu que os momentos mais decisivos raramente são os de maior volatilidade do mercado. São os de maior pressão para abandoná-la.

Em 2008, 2015 e 2020, o argumento para migrar para renda fixa era sempre defensável. Em todos os três, manter o portfólio e reinvestir os proventos foi a decisão que o tempo validou. Não por teimosia, mas porque o processo de análise sustentava essa escolha. Critérios como a busca por empresas com geração de caixa recorrente, modelos de negócio testados e governança alinhada ofereceram fundamentos para atravessar a turbulência sem ceder.

Essa experiência não se aprende em um backtest. Ela é construída ao longo de ciclos, e é o que distingue quem se mantém convicto da estratégia nos piores momentos de quem a abandona no primeiro sinal negativo.

#### **Conclusão**

O investimento em ações pagadoras de dividendos não é a estratégia mais excitante do mercado. Ela não elimina a volatilidade, não substitui a renda fixa e não dispensa análise rigorosa na seleção dos ativos, nem na escolha dos gestores que irão conduzi-la. Mas para quem investe em empresas de qualidade, compradas a preços razoáveis e mantidas com paciência, a estratégia representa uma das formas mais consistentes de gerar retorno no longo prazo.

Então, existe porto seguro na bolsa? Não no sentido absoluto. Mas existem ancoragens, e a evidência de décadas sugere que a estratégia de dividendos é uma das que mais se assemelha a um porto seguro no universo de renda variável. Mercados sobem e caem, narrativas vêm e vão, mas o fluxo de caixa de uma empresa bem gerida, com vantagens competitivas duráveis e disciplina de alocação de capital, tende a persistir. A estratégia não depende de uma ineficiência de mercado que possa ser arbitrada, mas de características estruturais das empresas, de comportamentos recorrentes dos mercados em momentos de estresse e do efeito matemático do tempo sobre o reinvestimento de proventos. São elementos que existem há décadas, e essa longevidade traz convicção de que a estratégia continuará entregando bons resultados no futuro.

\***Érico Sganzerla** é Gestor de Renda Variável na 4UM Investimentos

**Fonte:** [Abrapp em Foco](#), em 15.06.2026.