Renda variável de longo prazo não foi feita para parecer confortável todos os meses. Foi feita para capturar, ao longo dos ciclos, a diferença entre preço e valor. Estratégias ativas de renda variável de longo prazo não se comportam de maneira linear, e essa é, inclusive, uma característica esperada do produto, não uma falha.

Um fundo de ações de longo prazo tem como objetivo explorar, de forma bem-sucedida, distorções entre o preço de um ativo no mercado e seu valor. O valor de um ativo não é diretamente observável, mas pode ser estimado pela análise de seus fundamentos, especialmente sua capacidade de geração de caixa em horizontes longos. O preço, por sua vez, é o reflexo momentâneo da percepção agregada do mercado sobre um determinado ativo financeiro, podendo ser impactado por uma série de fatores que pouco ou nada têm a ver com a capacidade de geração de caixa do ativo objeto ou mesmo com qualquer um de seus fundamentos. A convergência entre preço e valor tende a ocorrer em prazos mais longos, quando os impactos dos elementos não fundamentais são menos relevantes do que a evolução dos fundamentos das empresas.

Nos mais de dez anos em que gerimos fundos de ações, fomos acessados por todos os tipos de investidor, do varejo ao institucional estrangeiro, e pudemos acompanhar a trajetória de cada um deles enquanto cotistas de nossos fundos. Chamou-nos a atenção o fato de que alguns cotistas, mesmo em anos de retorno positivo expressivo de nossos produtos, encerraram seus ciclos com retornos insatisfatórios e, em alguns casos, até negativos. Observamos também que alguns poucos investidores fizeram o oposto e superaram, com folga, o retorno acumulado dos próprios produtos em que investiram. Apesar de contraintuitivo, é perfeitamente possível dois clientes investirem em um mesmo produto e obterem retornos diferentes; basta que tenham comportamentos antagônicos nos momentos de queda ou de alta dentro de um mesmo período. Um investidor alinhado com o prazo do produto tem melhores condições de aproveitar momentos de queda para realizar novos aportes ou, na impossibilidade de fazê-lo, evitar resgates durante os períodos desfavoráveis. Investidores menos alinhados com a proposta fundamentalista de longo prazo dos fundos invertem a lógica e frequentemente resgatam durante ou após quedas, muitas vezes depois de terem investido em torno de grandes altas. Como gestores, não conseguimos blindar nossos cotistas desse tipo de situação. No entanto, está ao nosso alcance orientar e trazer dados para que todos tomem as melhores decisões dentro de seus respectivos objetivos.

Entendemos que a decisão de resgate nos momentos ruins não nasce de uma intenção deliberada de perder dinheiro. Pelo contrário, é resultado instintivo do desconforto e do pessimismo que acompanham cada nova

cota negativa. Longos períodos de desempenho abaixo do esperado exacerbam percepções negativas até que decisões emocionais pareçam racionalmente justificáveis. Não existe blindagem definitiva para esse tipo de impacto psicológico. No entanto, um investidor consegue mitigá-lo controlando dois elementos essenciais durante seu processo de alocação. O primeiro é o tamanho da posição, que deve ser calibrado de acordo com a volatilidade do investimento, até que seja tolerável e alinhada com o passivo dentro de uma carteira consolidada. Uma posição grande demais pode exacerbar o desconforto que tentamos evitar, e uma posição pequena demais pode tornar irrelevante uma alocação potencialmente lucrativa em prazos maiores.

O segundo, e mais importante, elemento essencial para a disciplina do investidor é o alinhamento do prazo do investimento com o passivo. A vulnerabilidade de cada investidor é função da relação entre o horizonte de seu passivo e a intensidade do movimento adverso. Quanto mais longo o prazo disponível, menor o peso relativo de qualquer drawdown no horizonte total do investimento, e mais fácil se torna reconhecer o movimento como ruído, não como sinal de deterioração irreversível.

Essa lógica tem uma consequência direta e pouco explorada: investidores com prazos mais longos têm a oportunidade de proteger melhor seu próprio patrimônio, além de se beneficiarem estruturalmente do comportamento dos investidores com prazos mais curtos. Quando o mercado cai e o investidor de curto prazo resgata, ele transfere, a preços deprimidos, uma fração do valor econômico que não teve condições de carregar para quem permanece.

Poucos participantes do mercado de capitais brasileiro ocupam uma posição tão favorável nessa equação quanto os fundos de pensão. O passivo de uma entidade de previdência complementar é, por definição, de longo prazo, medido em décadas, não trimestres. Essa característica estrutural é uma vantagem competitiva real, que permite atravessar ciclos completos, absorver volatilidade sem que ela se converta em perda realizada e, principalmente, estar do lado certo da transferência de valor que acontece nos momentos de estresse do mercado.

Não aproveitar esse diferencial é, em alguma medida, desperdiçar o principal ativo que um fundo de pensão possui: o tempo. Uma entidade que calibra suas decisões de alocação em renda variável pelo desconforto do curto prazo abre mão, voluntariamente, da vantagem que a natureza do seu passivo lhe confere. Concentrar todo o portfólio em renda fixa pode parecer prudente diante de juros reais elevados. Mas prudência, quando vira aversão permanente à propriedade produtiva, deixa de ser gestão de risco e passa a ser uma forma sofisticada de miopia.

Alocação em renda variável é necessária para capturar retornos reais consistentes ao longo do tempo, mas seu tamanho precisa ser calibrado com rigor ao passivo e à tolerância à volatilidade do gestor e dos participantes: posições grandes demais geram desconforto que se traduz em decisões emocionais nos piores momentos, como vender bolsa em patamares historicamente baratos e comprar em patamares historicamente caros, enquanto posições pequenas demais condenam a fundação a depender unicamente do desempenho da marcação dos ativos de renda fixa. O dimensionamento correto é aquele que o gestor consegue sustentar mesmo em drawdowns sem ser forçado a realizar perdas, e que o passivo absorve sem comprometer o pagamento de benefícios.

Em renda variável, o erro raramente está apenas em comprar ações. Muitas vezes, está em comprar uma posição que não se consegue carregar. Para investidores institucionais de longo prazo, não conseguir carregar bons ativos durante ciclos ruins talvez seja uma das formas mais discretas, porém mais caras, de destruir valor.

***Eduardo Mestieri** é sócio fundador e analista de renda variável da Alaska Asset Management

Fonte: Abrapp em Foco, em 17.06.2026.