Com eleições no Brasil e nos Estados Unidos em sequência, é natural que gestores de planos de previdência se perguntem se é hora de concentrar a renda variável em casa ou de buscar proteção lá fora. Proponho outra pergunta: como uma EFPC pode ter as duas na carteira avaliando ambas pela mesma régua, o retorno em reais frente à meta atuarial.

Na minha leitura, o que limita essa combinação não é a regulação. É um conjunto de mitos sobre os BDRs que o próprio mercado já superou, somado a uma discussão incompleta sobre como lidar com a variação cambial. Este artigo trata dos dois pontos, incluindo os custos e os riscos envolvidos.

Os mitos que afastam as fundações

Liquidez. A liquidez de um BDR não se resume ao volume na tela da B3. Cada certificado tem como lastro uma ação negociada lá fora, muitas vezes nos mercados mais líquidos do mundo. Formadores de mercado arbitram os dois preços, e o depositário emite ou cancela certificados conforme a demanda.

Para o investidor institucional, a liquidez que importa é a do ativo lastro. Há ressalvas práticas: os horários de negociação não coincidem inteiramente, a emissão e o cancelamento têm prazo operacional, e o spread local pode abrir em dias de estresse. Cuidados que nossas equipes de risco e trading já incorporaram ao longo de quase 15 anos operando estes ativos.

Custo operacional. A comparação correta é entre o BDR e o investimento direto no exterior, que exige conta lá fora, custodiante global, contratos de câmbio, remessas e uma camada adicional de controles e compliance. O BDR liquida em reais e entra na estrutura que a fundação já tem.Na comparação com a compra direta do ativo no exterior, o depositário dos BDRs cobra um percentual dos dividendos distribuídos. Algo menos relevante para empresas que priorizam políticas de recompra de ações ou reinvestem seus resultados no crescimento do negócio.

Precificação e eventos corporativos. Nos primeiros anos, a crítica fazia sentido: o tratamento de dividendos, desdobramentos e outros eventos ainda estava sendo calibrado. Desde o início desse mercado, temos trabalhado com a B3 para aperfeiçoar esses processos e consolidar o Banco B3 como depositário. A infraestrutura de hoje é bem diferente da que originou esses receios.

O benefício claro: diversificação de negócios

Uma carteira de ações brasileiras, por mais bem montada que seja, depende dos mesmos fatores. Juros locais, risco fiscal, ciclo de commodities e crédito doméstico afetam quase todas as posições. Somar empresas globais, de setores pouco presentes na bolsa local, reduz essa dependência. Não se trata de uma aposta, apenas de uma constatação objetiva.

O benefício invisível: retorno em reais capturando o diferencial de juros

Quem investe em empresas globais leva junto com o desempenho da ação a volatilidade do câmbio. Não precisa ser assim: é possível comprar o BDR e neutralizar a variação cambial com a venda de dólar no mercado futuro. O resultado em reais passa a ter duas fontes: o retorno da empresa em dólares, que é a tese de investimento, e o carrego da proteção, o diferencial entre o juro brasileiro e o cupom cambial.

Desde 2010, esse carrego acumulado em doze meses ficou, em média, em torno de 7%. Quando a posição é criada, sabe-se o diferencial de juros que será recebido ao abdicar da volatilidade do câmbio. Essa informação é renovada mensalmente a cada rolagem dos contratos futuros.

Para uma EFPC, essa troca tem três consequências práticas:

Aderência ao passivo: os benefícios são pagos em reais e corrigidos pela inflação, e o hedge alinha a parcela global a essa moeda. No longo prazo, o juro em reais embutido no carrego tende a acompanhar a inflação.

Previsibilidade frente à meta atuarial: o carrego de cada rolagem é conhecido no momento da contratação, e a parcela global passa a ser avaliada pela mesma régua da parcela local.

Neutralidade cambial: a fundação deixa de fazer uma aposta direcional no real, que não é a tese do gestor de ações.

Uma segunda descorrelação

Quando os juros brasileiros sobem, as empresas locais sofrem: o custo de capital aumenta, o crédito encarece e os múltiplos se comprimem. É nesses momentos que o carrego da estratégia protegida tende a ser maior. Os dois episódios mais marcantes dos últimos doze anos mostram o efeito sobre o retorno total da estratégia, não apenas sobre o carrego.

Período de 12 meses	Ibovespa	S&P 500 em dólares (retorno total)	Carrego do hedge	S&P 500 com hedge (em reais)
Set/2014 a ago/2015	-23,9%	+0,5%	+11%	≈ +11,5%
Jul/2021 a jun/2022	-22,3%	-10,6%	+8%	≈ -3,4%

Nos dois períodos a bolsa local caiu mais de 20% em um ano. Em 2015, a queda não foi observada no mercado internacional, com a crise de origem fiscal e política local. Neste cenário o carrego foi responsável por quase todo o retorno positivo da estratégia. Comparando com a queda do Ibovespa, a estratégia obteve um retorno 35 pontos percentuais superior. Em 2022, o choque de juros foi global e as ações americanas também caíram, mas o carrego compensou a maior parte da queda: a perda ficou perto de 3%. A combinação de uma queda menor das ações internacionais e um carrego positivo resultou em desempenho quase 19 pontos percentuais superior ao Ibovespa.

A relação não é mecânica, e nem todo choque nasce dos juros locais. Em março de 2020, com a pandemia, a bolsa despencou com o carrego em mínimas históricas. Mas, quando o problema é a política monetária doméstica, o carrego tende a compensar parte dos efeitos negativos.

Há também uma troca a reconhecer. Sem o hedge, a exposição ao dólar teria protegido muito mais nas crises locais. Entre setembro de 2014 e agosto de 2015, o dólar subiu 63% frente ao real, e o S&P 500 sem proteção teria rendido cerca de 64% em reais, contra 11,5% da versão protegida. Ou seja, abre-se mão das variações do dólar, que podem ser especialmente abruptas em crises, em troca de previsibilidade e de uma régua comparável à meta atuarial. É uma escolha de política de investimentos, não uma vantagem gratuita.

O hedge também requer cuidado com os detalhes operacionais. É necessário depositar margem de garantia e possuir caixa disponível para os ajustes diários do contrato futuro. A proteção dimensionada sobre o valor inicial precisa ser rebalanceada quando as ações se movem, e a rolagem mensal tem custos. São questões administráveis, mas que precisam estar previstas nos procedimentos do gestor que implementa a estratégia.

São duas camadas de diversificação na mesma decisão: negócios diferentes e uma sensibilidade distinta ao principal fator de risco da bolsa brasileira.

Uma renda variável mais completa

Gosto de pensar a proposta como duas pontas com a mesma lógica. De um lado, ações brasileiras, com retorno em reais ligado ao ciclo econômico e de juros do país. Do outro, empresas globais via

BDRs com proteção cambial, também com retorno em reais, formado por negócios de natureza diferente e por um carrego que tende a crescer quando a bolsa local mais sofre com juros.

O ponto central é o passivo. Os benefícios de um plano são pagos em reais e corrigidos pela inflação. Uma parcela global com hedge conversa com esse passivo na mesma moeda, e o comitê pode compará-la diretamente com a meta atuarial.

Na IP Capital Partners, fomos a gestora independente pioneira nesse mercado. Em 2012, primeiro ano em que os BDRs ganharam escala na B3, nossos fundos estiveram em quase metade dos negócios com BDRs Nível I. Desde 1988, passamos por dez eleições presidenciais, planos econômicos, crises cambiais, dois impeachments e ciclos de juros de todos os tamanhos. A lição é que decisões de alocação ancoradas no calendário eleitoral tendem a envelhecer mal.

Eleições vêm e vão, aqui e lá fora. A infraestrutura dos BDRs amadureceu, a regulação abre espaço, e o hedge cambial permite avaliar a exposição internacional pela ótica do retorno em reais. Desde a Resolução CMN 5.202/2025, os BDRs são tratados como investimento de renda variável local. O que falta é reavaliar premissas e compreender como essas alternativas podem contribuir para a construção de carteiras de longo prazo.

***Rodolfo Marinho é sócio da IP Capital Partners**

Notas e fontes

1. Ibovespa: fechamentos da B3 em 29/08/2014 (61.288 pontos), 31/08/2015 (46.625 pontos), 30/06/2021 (126.802 pontos) e 30/06/2022 (98.542 pontos).

2. S&P 500, retorno total em dólares em 12 meses: +0,47% até agosto de 2015 (First Trust) e -10,6% até junho de 2022 (Adams Funds).

3. Carrego da proteção cambial (média desde 2010 e valores acumulados em 12 meses): dados da IP Capital Partners.

4. Dólar: PTAX do Banco Central de R$ 2,2396 em 29/08/2014 e R$ 3,6467 em 31/08/2015 (série PTAX).

Fonte: Abrapp em Foco, em 18.11.2026.