



SHORT STUDY SERIES

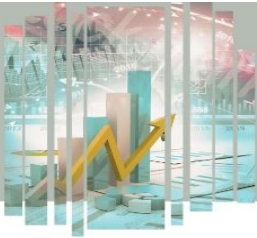
Nº 45, maio 2025

FINANÇAS

FGV INVEST

INVESTIMENTOS
TRADICIONAIS, ALTERNATIVOS
E EXÓTICOS

PAULO TENANI



INVESTIMENTOS TRADICIONAIS, ALTERNATIVOS E EXÓTICOS

Paulo Tenani^{1,2,3,}

RESUMO

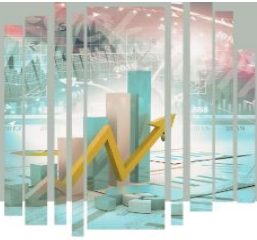
Contrariamente aos acadêmicos, que classificam ativos financeiros em função de seus “betas”, os participantes do mercado financeiro preferem classificá-los em termos de classes de ativos. E, no início dos anos 2000, estas classes de ativos dividiam-se predominantemente em dois grandes grupos: os ativos de Renda Fixa – representados por Renda Fixa soberana e Crédito - e os de Renda Variável – representados principalmente por Ações, mas também Investimentos Imobiliários. No entanto, na medida em que a realidade de taxas de juros reais negativos se fixava, os investidores tornaram-se mais criativos para atingir suas metas de retorno. Novos ativos de Renda Fixa e Renda Variável, além de vários outros, surgiram mais fundo dentro do espectro de risco – além de ativos com exposição a novos fatores de riscos. Estes ativos foram classificados dentro do guarda-chuva “Investimentos Alternativos” e sua importância dentro dos portfólios globais tem crescido continuamente; o mesmo acontecendo com classes de ativos mais exóticas. No entanto, a partir da segunda metade da década de 2020, as taxas de juros reais voltaram a subir; e a Renda Fixa soberana, que havia desaparecido dos portfólios globais, está ensaiando um retorno em grande estilo. Como isto afetara os Investimentos Alternativos e Exóticos é uma história que ainda está sendo contada.

Palavras-Chave: Investimentos Tradicionais, Investimentos Alternativos, Portfólio “Core”, Portfólio Satélite, Portfólio de Mínimo Risco, Portfólio de Risco.

¹ FGVInvest, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas

² Gostaria de agradecer a Clovis Ikeda, Caio Villares, Marcel Borelli, Ibsen Tenani, Bernadete Franco, Thierry Chemalle, Gustavo Godoy, Roberto Barbosa Cintra e todos os participantes do Grupo de Estudos em Finanças e Monetária do FGVInvest;

³ Este artigo foi apresentado no seminário “Investimentos Tradicionais, Alternativos e Exóticos”, em 08 de maio de 2025, promovido pelo Centro FGVInvest.



1. INTRODUÇÃO

No dia a dia do mercado financeiro, é comum que os praticantes dividam os muitos ativos investíveis em agrupamentos com algum tipo de regulação em comum, além de características e comportamentos semelhantes. Estes agrupamentos recebem a denominação de classes de ativos.

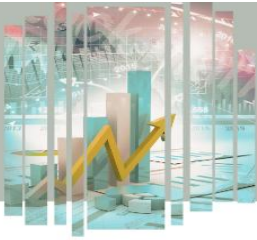
Até os anos 2000, período anterior às duas décadas de juros reais extraordinariamente baixas que caracterizaram o início do milênio, estas classes de ativos eram Caixa e ativos de Renda Fixa e Renda Variável. Porém, na medida em que os juros baixos persistiam, e os investidores precisavam tornar-se cada vez mais criativos para atingir suas metas atuariais, novas classes e subclasses surgiram. Algumas foram classificadas como Investimentos Alternativos e outras, ainda na fronteira do universo investível e pouco exploradas pelos investidores, receberam diferentes denominações - que neste artigo agruparemos na categoria Investimentos Exóticos.

3

Obviamente, sempre existiram, e ainda existem, sobreposições. Por exemplo, Crédito pode ser classificado como Renda Fixa, enquanto “Private Equity” é uma espécie de Renda Variável. Mas algumas destas subclasses de ativos adquiriam uma importância tão grande dentro dos portfólios que, talvez, tenham merecido serem também chamadas elas mesmas de classes de ativos.

O objetivo deste artigo é prover uma primeira análise das classes de ativos que, nos dias de hoje, compõe um portfólio. Estas classes serão agrupadas como Investimentos Tradicionais – aqueles que compõe a maior parte do portfólio – e as classes mais recentes de Investimentos Alternativos e Exóticos. O artigo não irá aprofundar nas inúmeras subclasses que compõe estas classes de ativos – como por exemplo Crédito “High Grade” e “High Yield” – e nem nos diferentes prêmios por risco que, diga-se de passagem, vão muito além do tradicional beta do CAPM.

Este também não é um artigo acadêmico. Acadêmicos costumam interpretar ativos em termos de “betas” e não em termos de classes de ativos.



Mas existe uma distância entre o que é feito na academia e o que é, de fato, praticado no mercado. A opção deste artigo foi olhar os ativos como faz um praticante e não um professor. Daí o foco em Classes de Ativos.

O artigo é dividido nas seguintes seções. A Seção 2 traz uma breve descrição dos Investimentos Tradicionais, Alternativos e Exóticos e discute sua evolução dentro dos portfólios de investimentos. Já a Seção 3 trata da função específica que cada um destes investimentos possui em um portfólio. A Seção 4 discute duas das principais diferenças que existem entre investir no exterior – onde a oferta de instrumentos é imensa – e investir no Brasil. A Seção 5, por sua vez, analisa cinco princípios que são importantes saber antes de começar a investir. Por fim, a seção 6 conclui.

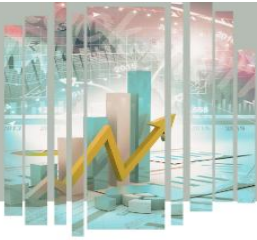
2. INVESTIMENTOS TRADICIONAIS, ALTERNATIVOS E EXÓTICOS

4

Em primeiro lugar cabe explicar o que são investimentos Tradicionais, Alternativos e Exóticos. Depois, em um segundo momento, esta seção analisa como tais investimentos tem evoluído dentro de um portfólio. A referência, para quem quiser se aprofundar, são capítulos 10, 11, 12 do livro “Investimentos: o Guia dos Céticos” e o capítulo 5 do “Armadilha de Investimentos”.

a. Investimentos Tradicionais

Por Investimentos Tradicionais, entendemos investimentos em Renda Fixa, Crédito, Ações, Fundos Imobiliários e Moedas. São investimentos muito diferentes entre si e que tem funções também muito diferentes dentro de um portfólio.



Por exemplo, na Renda Fixa⁴ e no Crédito⁵, você empresta ou para o governo ou para uma empresa e sabe exatamente quando irá receber seu dinheiro de volta; e qual será taxa de retorno na maturidade. Ou seja, existe pouca incerteza sobre o quanto e o quando você vai receber o seu dinheiro. Na verdade, existe sempre o risco do governo e a empresa quebrarem e você não receber nada ou, com sorte alguma coisa. Mas este é um tipo de instrumento que objetiva diminuir esta incerteza sobre o “quanto” e o “quando”. Por este motivo, Renda Fixa e Crédito são duas classes de ativos que ficam em uma região inicial do espectro risco-retorno, bem ao lado de investimentos em Caixa.

Já com Renda Variável e, em particular Ações – a mais famosa classe dentro da Renda Variável - o que acontece é muito diferente. Você vira sócio minoritário de uma empresa e tem como objetivo participar dos lucros. Mas não sabe quanto e quando irá ter seu dinheiro de volta. Pode receber zero ou, com sorte, ficar rico - investindo em uma Apple ou uma Google quando estas forem ainda empresas de fundo de quintal. É uma classe de ativos que está localizada bem no fundo do espectro risco, com uma volatilidade altíssima.

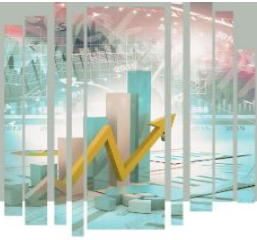
5

Fundos Imobiliários, por sua vez, são um investimento em que você espera receber aluguéis durante o período de vida útil do imóvel, mas não sabe quando terá seu dinheiro de volta. Neste sentido, Fundos Imobiliários possuem algumas características de Renda Fixa – uma vez que os aluguéis são pré-determinados – e outras de Renda Variável – pois você não sabe quando terá seu dinheiro de volta; em adição as várias características muito específicas do próprio mercado imobiliário.

Moedas, por sua vez, é um tipo de investimento que, ou serve para você se proteger – por exemplo, fazendo hedge cambial - ou é altamente especulativo. Quando o investimento em moedas é feito de maneira especulativa, ele pode significar o sucesso ou a derrocada absoluta de uma estratégia de investimentos.

⁴ Ver Varanda Neto (2019) para uma análise mais detalhada sobre Renda Fixa

⁵ Ver Perera (2013) e Securato (2002) para uma análise mais detalhada da classe de ativos Crédito.



Por exemplo, pense na volatilidade da moeda brasileira que, oscila entre 1.6 e 6.2 reais por dólares; e nas consequências desta volatilidade para quem acerta ou erra o ponto de entrada ou de saída

Pois estes são os investimentos tradicionais. São investimentos baratos, disponíveis a qualquer investidor e, fazem parte da maior parte dos portfólios internacionais. Por exemplo, em 2005, um grande Banco Internacional recomendava mais de 90% da alocação dos portfólios nestes Investimentos Tradicionais. Aqui no Brasil, em 2005, as circunstâncias eram diferentes pois, com juros muito elevados, nem o mercado de crédito, nem o mercado imobiliário eram suficientemente desenvolvidos. Portanto, a maior parte dos investimentos era feita em Caixa (o CDI) ou Renda Fixa Prefixada de baixíssima maturidade; e Indexada a Inflação para períodos mais longos – e mesmo estas classes eram pouco desenvolvidas e apresentavam maturidades muito curtas.

No entanto, na medida em que os juros caíam no mercado internacional, e permaneciam baixos pelos próximos 20 anos, a alocação em Investimentos Alternativos foi aumentando; enquanto a Renda Fixa perdia espaço nos portfólios globais. Primeiro recomendava-se 10% de alternativos, depois 20%, então 30% e hoje, talvez, exista até um exagero.

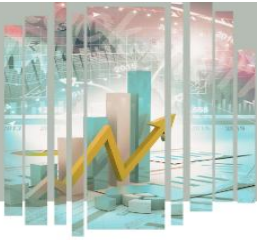
6

b. Investimentos Alternativos

Passemos agora a falar de Investimentos Alternativos. E aqui cabe dizer que a definição tem se ampliado na medida em que os anos passam.

Nos dias de hoje, a classe de “Investimentos Alternativos” engloba “Private Debt”, “Private Equity”, “Venture Capital”, “Private Real Estate”, “Hedge Funds”, “Commodities” e, mais recentemente, Moedas Digitais e Investimentos Temáticos. São investimentos que se localizam bem no fundo do espectro de risco; muito mais próximo de Ações do que de Caixa.

“Private Debt”, “Private Equity” e “Venture Capital” e “Private Real Estate” são parecidos com Crédito, Ações e Fundos Imobiliários respectivamente. Só



que tratam de empresas, ou imóveis, em estágios bem mais iniciais de seu desenvolvimento. Portanto são investimentos mais arriscados.

Por exemplo, “Private Debt” seria emprestar para empresas menores; portanto algo parecido com crédito; mas ainda mais arriscado que crédito high-yield.

Por sua vez, “Private Equity” seria o equivalente a ser sócio minoritário de empresas, que ainda não abriram seu capital na bolsa de valores; portanto, em média, ainda menores do que uma “small caps” ilíquida.

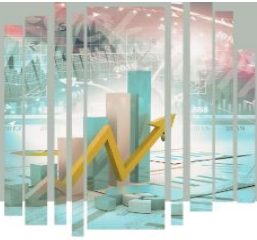
Já “Venture Capital” investe em empresas que estão em estágio bem inicial de desenvolvimento e que possuem necessidades muito diferentes dependendo do estágio em que se encontram.

Similarmente, “Private Real Estate” seria o equivalente a investir em imóveis; mas imóveis que também se encontram em estágios iniciais de seu desenvolvimento; como, por exemplo, um conjunto condominial em Miami.

7

Além de “Private Debt”, “Private Equity”, “Venture Capital” e “Private Real Estate” lidarem com empresas ou imóveis menores e, portanto, serem investimentos mais arriscados; eles também são investimentos altamente ilíquidos. Isto porque ainda não existem grandes mercados bem-organizados para lidar com estas empresas e imóveis. Portanto, você deve se preparar para ficar entre a 5 e 10 anos separado de seu dinheiro. Neste sentido, este tipo de investimentos é mais adequado a investidores institucionais do que para pessoas físicas; a não ser que o investidor pessoa física tenha bolsos realmente muito largos e entenda muito bem os riscos de ficar separado de seu dinheiro.

Um outro problema com estes investimentos ilíquidos é que, como quase não existem transações de compra e venda, não é possível precificar estas empresas por seu valor de mercado como se faz, por exemplo, com uma ação da Petrobrás. Portanto, a precificação é feita através de estimativas ou, em



terminologia do mercado financeiro, “na curva”⁶. Porém, na realidade do mercado financeiro, marcar na curva significa que o valor estará sempre subindo. Sempre andando para frente. Feito um relóginho! E isto mesmo quando os mercados estão derretendo.

Não deveria ser assim, mas é o que acontece na realidade. E isto pode ser um problema; uma armadilha para o investidor; porque, no mercado financeiro, tornou-se prática comum que este fato – desempenho sempre subindo feito um relóginho – seja usado para cobrar uma taxa de desempenho. Uma taxa de desempenho que, neste caso também é paga feito um relóginho; mesmo quando os mercados estão derretendo e mesmo quando ela não seria devida se os ativos pudessem ser marcados “a mercado”⁷.

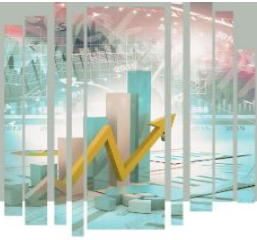
8

Por sua vez, investir em “Hedge Funds”, é algo bastante diferente. Aqui você investe em estratégias de investimento e não em classes de ativos. E existem inúmeras estratégias: macro, arbitragem, “long-short”, “quantitative”, “event driven”, entre várias outras. Existe alguma iliquidez, mas ela não tende a ser maior do que um ano. Portanto, os “Hedge Funds” tendem a ser bem menos ilíquidos do que os mercados privados. Na verdade, ao investir em “Hedge Funds” o maior problema é falta de transparência. Tudo é muito secreto! E, apesar de existirem bons motivos para tanto, todo este mistério pode também mascarar problemas.

“Commodities” é uma classe de ativos bastante diferente – que não paga nem juros nem dividendos – e que, ainda por cima, tem uma volatilidade enorme. Aqui você está comprando petróleo, cobre, níquel, soja, trigo, milho etc. Existem problemas de armazenagem, efeitos climáticos, depreciação; entre vários outros

⁶ Ver Abdalla (2023) sobre “desuavização” dos retornos de Alternativos

⁷ Existem vários casos em que os ilíquidos não necessariamente sobem feito um relóginho, mas oscilam e, inclusive, às vezes, tem desempenho negativo. Neste caso, a “marcação na curva” seria mais realista. Mesmo assim é importante o investidor ficar atento pois tornou-se prática comum usar a iliquidez de Investimentos Alternativos como forma de cobrar uma taxa de desempenho mais estável – e que não seria devida se os ativos fossem “marcados a mercado”. Mas cabe deixar claro que não são todas instituições financeiras e nem todos os provedores que seguem esta prática. Existem várias exceções em que a “marcação na curva” é mais próxima à uma suposta “marcação a mercado”. Mas aqui fica o alerta.



problemas muito específicos desta classe ativos. As “Commodities”, apesar de muito voláteis, tem a vantagem de serem bastante descorrelacionadas com as outras classes de ativos que compõe um portfólio.

Uma curiosidade: o Ouro. O Ouro é também muito volátil e descorrelacionado com as outras classes de ativos do portfólio. Mas até agosto de 1971, o Ouro era uma “moeda”. Hoje o Ouro é classificado como “Commodities”. Parece estranho! E talvez a realidade não seja mesmo tão clara. Seria o Ouro uma moeda, uma commodity ou uma mistura das duas coisas? E algo parecido acontece com a Prata; que um dia também serviu como moeda e hoje é também classificada como “Commodity”.

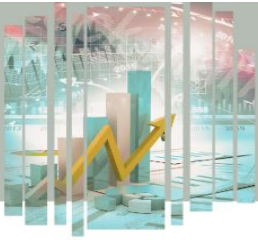
Por sua vez, Moedas Digitais são um desenvolvimento recente. Uma classe de ativos que vem sendo fortemente distribuída pelas instituições financeiras e tem recebido bastante atenção. Por estes motivos, já começa a fazer parte dos portfólios de investidores mais agressivos e interessados. Mas são ativos extraordinariamente voláteis. Na verdade, é o investimento com maior volatilidade⁸ de todos; maior inclusive do que “Commodities”. E esta volatilidade extrema tem suas vantagens: você pode ficar mais rico muito rápido. Mas também tem desvantagens: você pode ficar mais pobre muito rápido.

Por fim, Investimentos Temáticos. Aqui você não investe nem em classes de ativos e nem em estratégias. Mas sim em temas: inteligência artificial, empresas socialmente responsáveis, aquecimento global etc. São investimentos que tendem a ser bastante concentrados. Ainda não está claro se Investimentos Temáticos vieram para ficar. Porém, eles estão na moda. E as instituições financeiras também o estão distribuindo com força para seus clientes.

c. **Investimentos de Paixão e Exóticos**

Por fim temos uma terceira classe de investimentos, que as Instituições Financeiras chamam de Investimentos de Paixão. Aqui entram Arte, Moedas

⁸ Sobre a volatilidade das criptomoedas ver Guimarães (2023)



Antigas, Vinhos e participação em Vinícolas. O nome Investimentos de Paixão talvez não seja o mais apropriado e, uma alternativa talvez seja chamá-los de Investimentos Alternativos (+); pois colecionadores, por exemplo, tendem a ser bastante racionais ao formar suas coleções. Porém, são Investimentos de Paixão em um sentido muito específico: as instituições financeiras usam estes investimentos com o objetivo de se aproximarem do emocional dos seus clientes – quando na realidade estão apenas interessadas no dinheiro deles!

Por fim, os Investimentos Exóticos. No livro Armadilha de Investimentos, esta classe foi definida como sendo de investimentos altamente complexos, quase impossíveis de entender. Aqui entram várias estratégias de opções, ou outras baseadas na habilidade do gestor. Na verdade, existe uma vasta “gourmetização” nas estratégias exóticas.

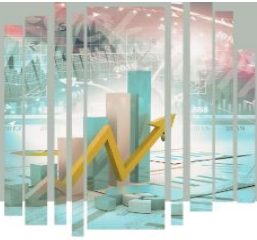
Além do mais, se definirmos Investimentos Exóticos de uma maneira mais ampla do que no “Armadilhas de Investimento” – como por exemplo investimentos que estão na fronteira das possibilidades de investimento – Arte e outros Investimento de Paixão seriam também classificados como exóticos; como também um dia foram Moedas Digitais e Investimentos Temáticos.

Porém, mesmo com esta definição mais ampla, Investimentos Exóticos ainda não são uma parte relevante do portfólio de um investidor profissional. Mas podem, assim como aconteceu com Moedas Digitais e Investimentos Temáticos, um dia vir a ser.

d. Evolução no Portfólio

Em termos de como estes investimentos – Tradicionais, Alternativos e Exóticos - têm evoluído ao longo do tempo, comecemos com o mercado internacional para depois discutir o mercado brasileiro.

No mercado internacional, vinte e cinco anos atrás, a maior parte dos investimentos era feita através de instrumentos tradicionais; tais como Renda Fixa, Crédito e Ações. Isto porque, até os anos 2000, com os juros globais em patamares razoáveis, investir apenas nestas classes de ativos tradicionais, já



era o suficiente para a maior parte dos investidores atingirem suas metas de retorno. Ou seja, até os anos 2000, mesmo no mercado global, não existia necessidade de uma sofisticação muito maior do que a dos investimentos tradicionais.

No entanto, com a queda das taxas de juros globais a partir de 2001, esta realidade começou a mudar. As taxas de juros reais tornaram-se negativas e os investidores passaram a diversificar na classe de Investimentos Alternativos na expectativa de atingirem suas metas de retorno. E primeiro vieram os investidores institucionais e depois, também, pessoas físicas de alta renda.

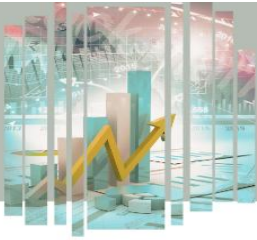
Por exemplo, por volta de 2005, os principais bancos internacionais já estavam recomendando uma exposição ao redor de 10% em Investimentos Alternativos para os investidores de alta renda. E, por Investimentos Alternativos entendia-se apenas “Commodities”, “Hedge Funds”, “Private Equity” e “Private Real Estate”. Os outros 90% do portfólio eram divididos entre Renda Fixa, Crédito e Ações.

11

Porém, com o passar dos anos, na medida em que as taxas de juros permaneciam muito baixas, a Renda Fixa começou a desaparecer dos portfólios internacionais; e os investidores foram gradativamente aumentando sua exposição em Investimentos Alternativos: primeiro 20%, depois 30%. Além do mais, surgiram novas classes de Alternativos: como “Private Debt”, “Venture Capital” e mais recentemente Moedas Digitais e Investimentos Temáticos.

Difícil dizer o que veio para ficar. Ainda mais que os juros voltaram a aumentar no exterior. E a renda fixa, aquela classe de ativos que tinha praticamente desaparecido dos portfólios globais, está ensaiando uma volta em grande estilo.

Já aqui no Brasil, onde, nos últimos trinta anos, as taxas de juros reais foram, em média, acima dos 6.5% ao ano, Investimentos Alternativos nunca foram uma necessidade. São um luxo! Até classes de ativos tradicionais, como



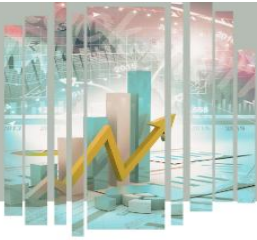
Crédito e Ações, são muito pouco desenvolvidas no Brasil. Imagine a classe de alternativos!

O que é curioso, no caso brasileiro, foi o crescimento da classe de multimercados – o equivalente lá fora aos “Hedges Funds”. Pois, enquanto lá fora os “Hedges Funds” estão bem fundo dentro do espectro de risco – numa região bem apimentada, entre crédito “high-yield” e ações – aqui no Brasil eles se situaram confortavelmente em uma região logo depois do CDI (caixa), competindo com os juros prefixados curtos. Hoje, a classe de multimercados tem quase a mesma importância do que investimentos em caixa, prefixados e indexados à inflação. Está entre os quatro investimentos preferidos dos brasileiros; com mais do que o triplo da alocação de Ações nos portfólios.

e. **Em resumo**

Em resumo, Investimentos tradicionais são Caixa, Renda Fixa, Crédito, Fundos Imobiliários e Moedas. Investimentos Alternativos são: “Private Debt”, “Private Equity”, “Venture Capital”, “Private Real Estate”, “Hedge Funds”, “Commodities”, Moedas Digitais e Investimentos Temáticos. Investimentos Exóticos, seriam Arte, Moedas Antigas, Vinhos e participação em Vinícolas; entre outros colecionáveis. Por fim, existem estratégias exóticas que são muito complexas e com um alto grau de “gourmetização”.

Tudo tem seu papel no portfólio, mas em diferentes proporções e nem sempre para todos os portfólios. Ao longo dos últimos 20 anos, com os juros globais muito baixos, a classe de Renda Fixa praticamente desapareceu dos portfólios globais, enquanto a classe de Alternativos, aumentava sua participação. No entanto, os juros globais voltaram a subir e a Renda Fixa parece estar voltando em grande estilo. A pergunta que fica é o que vai acontecer com a classe de Alternativos e Exóticos se os juros permanecerem elevados.



3. INVESTIMENTOS TRADICIONAIS, ALTERNATIVOS E EXÓTICOS EM UM PORTFÓLIO

Existem várias abordagens sobre como construir portfólios. Mas duas se destacam e serão abordadas nesta seção: a abordagem “Core/Satellite” e a abordagem “Mínimo Risco/Risco”. Para quem quiser se aprofundar, a recomendação são os capítulos 8 e 10 do livro Investimentos: o Guia dos Céticos da FGV Editora.

a. “Core-Satellite”

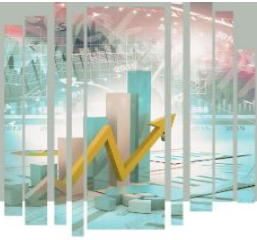
A abordagem “Core-Satellite” é muito utilizada pelas instituições Financeiras. No entanto, uma crítica que surge é que ela parece mais uma divisão entre ativos caros e baratos do que uma divisão de ativos de acordo com suas funções no portfólio.

O portfólio “Core”, ou Base, seria composto pelas classes de ativos tradicionais – Renda Fixa, Crédito, Ações, Fundos Imobiliários – enquanto Investimento Alternativos e Exóticos fariam parte de um portfólio “Satellite”. A soma destes dois portfólios, seria então o portfólio total do investidor.

La pelos anos 2005, a recomendação era de que o portfólio “Satellite” não deveria ser mais do que 10% do portfólio total. Afinal, Investimentos Alternativos e exóticos tendem a ser muito caros, pouco transparentes, ilíquidos e marcados na curva; ao invés de marcados a mercado. Porém, para alguns clientes pessoa física com “bolsos mais largos” e em condições de aguentar toda esta gama de problemas, alguma exposição poderia fazer sentido.

Porém, ao longo dos anos, a proporção do Portfólio “Satellite” no portfólio total, não parou de crescer; e está hoje a níveis que talvez sejam exagerados. Em parte, isto deveu-se as taxas de juros muito baixas no cenário global. Mas, em parte, talvez, devido a conflitos de interesse. Veja bem:

- (i) Produtos muito caros significam uma comissão maior para o distribuidor dos produtos; apesar de ser ruim para o investidor.



- (ii) Illiquidez, por sua vez, força o investidor a ficar investido no produto mais caro. E se ele precisar do dinheiro, vai ter que resgatar justamente dos produtos mais baratos.
- (iii) Por fim, marcação na curva significa, na prática, que o desempenho é sempre positivo - subindo feito um relógio - mesmo quando os mercados estão derretendo. E as taxas de desempenho cobradas pelos distribuidores, também são pagas feito um relógio; mesmo nas piores circunstâncias de mercado.

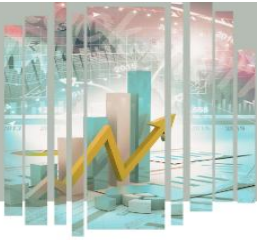
b. Portfólio de Mínimo Risco e de Risco

A segunda abordagem, é mais próxima da academia – mas não se resume apenas a classificar os ativos por betas; como seria a visão puramente acadêmica. Ela divide um bom portfólio em duas partes. Um portfólio com foco em minimizar risco, o Portfólio de Mínimo Risco, e um segundo com foco em maximizar retorno, o Portfólio de Risco. Dois objetivos; dois portfólios.

Neste caso, os ativos de Caixa – assim como os de Renda Fixa, Crédito grau de investimento e Moedas – tem como foco diminuir o risco do portfólio (risco absoluto ou relativo) enquanto o crédito mais apimentado, a Renda Variável, além de Investimentos Alternativos e Exóticos em geral, têm como foco aumentar o retorno. Ou seja, a abordagem acadêmica contrariamente à “Core/Satellite” das instituições financeiras, divide as classes de ativos por funções e não por preço.

A classe de alternativos, “Private Equity”, é um exemplo ilustrativo de como usar Alternativos para aumentar o retorno.

Entre a segunda metade dos anos 1990 e o início dos anos 2000, existia um ganho enorme sempre que uma empresa abria seu capital; com as ações destas empresas muitas vezes se valorizando mais de 50% nos primeiros dias de pregão.



Pois investimentos em “Private Equity” foram uma maneira de capturar este ganho antecipadamente. Tanto que, na medida, em que os investimentos em “Private Equity” aumentavam; os ganhos com a abertura de capital deixaram de ser tão altos. Os fundos de “Private Equity” estavam embolsando a maior parte dos retornos já antes da abertura de capital das empresas.

Nesta abordagem acadêmica, Investimentos Alternativos fazem sim parte de um bom portfólio, mas devem ser alocados no Portfólio de Risco, com o objetivo de aumentar o rendimento; e mesmo assim devem disputar seu lugar com outros investimentos tradicionais tais como Ações e Crédito “High Yield”. No caso específico de “Private Equity”, ela disputaria o lugar com Ações “Small Caps” ilíquidas.

c. **Outros Portfólios**

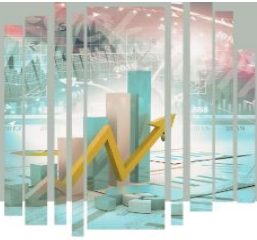
Sobre o papel de Arte no portfólio, ela pode ser alocada em uma outra categoria –nem de Mínimo Risco, nem de Risco – mas sim em Investimentos Exóticos, ou de Paixão ou Colecionáveis.

15

Na verdade, o que talvez ainda falte para Arte deixar de ser um Investimento Exótico e passe a ser, sem sombra de dúvida, um investimento que contribui para o portfólio financeiro, é a entrada neste mercado de um grande “market-maker”. Alguém que tenha bolsos largos o suficiente para garantir a recompra, com desconto, de obras de Arte; dando saída aos investidores. Por exemplo, um grande banco que coloque sua coleção a venda e dê alguma garantia de recompra.

Foi isso que aconteceu com as ETFs e inúmeros outros produtos financeiros que hoje fazem parte do nosso dia a dia. Este próximo passo ainda não aconteceu no mercado da arte. Mas a expectativa é que possa acontecer a qualquer momento.

Quem quiser se aprofundar no tópico, as referências são Menconi (2022), que entra em maiores detalhes sobre o papel da arte em um portfólio de ativos financeiros e Chemalle e Spinola (2024) que trata de algumas estratégias de colecionar Arte como o equivalente a investimentos em “Venture Capital”.



d. **Em resumo**

Em resumo, Investimentos Alternativos tem um lugar apropriado no portfólio e, dependendo da metodologia, entrariam ou como parte do Portfólio “Satellite” ou como parte do Portfólio de Risco. Por outro lado, Arte seria uma outra categoria de investimentos. O mercado de arte precisa ainda dar um passo para que Arte, seja sem sombra de dúvida, considerada um ativo que componha o portfólio financeiro. Precisa da entrada de um “market-maker” com bolsos largos, garantindo a recompra das obras; como aconteceu com as ETFs.

4. AS PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE INVESTIMENTOS NO MERCADO BRASILEIRO E INTERNACIONAL

Existem inúmeras diferenças entre o Brasil e o mercado internacional. E estas diferenças surgem tanto em termos de demanda e oferta de produtos, como também na estrutura de mercado.

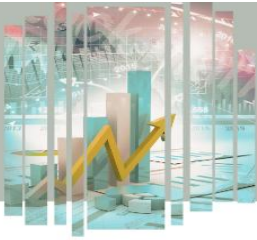
16

Esta seção aborda apenas duas destas diferenças e maiores detalhes podem ser encontrados no capítulo 3 do livro “Investimentos: o Guia dos Céticos”

Em primeiro lugar, o mercado brasileiro é o que chamamos de mercado pouco profundo. Aqui no Brasil, as taxas de juros reais são muito elevadas o que faz com que não exista necessidade nenhuma de produtos sofisticados para atingir metas de retorno. No Brasil, produtos sofisticados são apenas um luxo e, contrariamente ao que acontece nos países desenvolvidos, estão longe de ser uma necessidade.

Neste sentido, o espectro de risco é muito pouco desenvolvido no Brasil. Tanto que até mesmo o mercado de crédito, um dos mais importantes no exterior, aqui é ainda incipiente.

Por causa dos juros elevados, o Brasil sempre foi dominado pelos investimentos em Caixa; o famoso CDI. Mais recentemente, surgiram também títulos prefixados mais longos; assim como indexados à inflação – ambos também investimentos muito seguros apesar de terem um pouco mais de volatilidade. E surgiram também os multimercados, uma espécie de “Hedge



Funds” brasileiro com baixa volatilidade e pouco risco. Porém, contrariamente ao que acontece no exterior, onde os “Hedge Funds” estão bem fundo dentro do espectro de risco, aqui no Brasil eles surgiram em um lugar para lá de confortável; perto do CDI. E surgiram não porque o investidor brasileiro precise de mais retorno. Ele não precisa! Mas sim porque o investidor brasileiro, contrariamente ao investidor internacional, não gosta e não aceita a volatilidade; e está disposto a pagar um bom preço para evitá-la.

Mais recentemente, a classe de “Private Equity” vem também se desenvolvendo no Brasil. Mas são fundos pequenos, pouco diversificados, que servem mais para atender a demanda de grandes fundos globais, que precisam ter Brasil no portfólio, do que para investimentos diretos de pessoas físicas.

As vezes acontece de algum investidor pessoa física alocar em algum alternativo doméstico. Porém, talvez, para produtos mais sofisticados, seja melhor investir lá fora. O Brasil é maravilhoso para produtos de Caixa e Renda Fixa. O resto, e em particular os produtos mais sofisticados, é tudo muito básico.

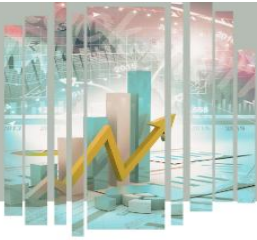
A segunda diferença está relacionada com a estrutura de mercado.

No mercado europeu, a maior parte dos investimentos é feita através do sistema bancário; e não pelo mercado de capitais. Já nos Estados Unidos, o domínio é do mercado de capitais. Em outras palavras, no que diz respeito ao investidor pessoa física; na Europa temos “Private Banks” e, nos Estados Unidos, “Assessorias de Investimento”.

De início, o Brasil, seguia o sistema europeu; com alguns poucos “Private Banks” dominando o mercado. Apenas mais recentemente, o sistema se americanizou e tivemos uma enorme expansão das Assessorias de Investimento. Hoje, o que temos aqui no Brasil é um sistema misto entre aquele dos “Private Banks” europeus e da Assessoria de Investimento americana.

Em resumo, duas entre as várias diferenças entre Brasil e o mercado global são:

i) os juros extraordinariamente altos e o espectro de risco pouco profundo – o que faz com que investimentos em Caixa e Renda Fixa sejam muito atrativos



no Brasil. Porém, investimentos menos tradicionais, como por exemplo os Alternativos, devem ser procurados no exterior;

ii) até pouco tempo atrás, a estrutura de mercado brasileira era baseada no sistema europeu de grandes “Private Banks”. Porém, os últimos 10 anos, o sistema americano de Assessoria de Investimentos se expandiu fortemente. Hoje, o Brasil tem um sistema misto que o faz diferente tanto da Europa quanto dos Estados Unidos.

5. ALGUNS DOS PRINCIPIOS QUE PRECISAM SER SABIDOS ANTES DE SE COMEÇAR A INVESTIR

Existem vários princípios que são importantes de saber antes de começar a Investir. E esta seção trata de cinco deles. Para maiores detalhes, as referências são os livros “Armadilha de Investimentos” e “Investimentos: O Guia dos Céticos”.

18

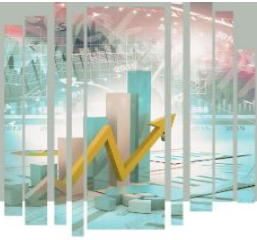
i) Princípio 1: Investir é sobre construir um bom portfólio

Cabe notar que construir um bom portfólio é uma atividade processual, monótona e desprovida de emoções. Não é tão divertido quanto procurar aquele “ativo bom e barato que vai subir de preço e que, INCRIVELMENTE, ninguém ainda descobriu⁹”.

O que também tem mais emoções do que construir bons portfólios, é investir com base no noticiário ou informações públicas. Mas isto também não funciona. Saber das notícias pode te deixar mais bem instruído; mas não te torna um melhor investidor

Pense bem. Se até o jornalista já tem a informação; os investidores profissionais já agiram sobre ela. Muito provavelmente foram eles mesmos “as fontes” que liberaram a informação para o jornalista. É uma informação que já está mais do que bem precificada.

⁹ O livro Armadilhas de Investimento discute ótimos exemplos de estratégias de investimentos ingênuas.



Pois investir racionalmente é uma atividade muito mais prosaica e desprovida de emoções do que procurar o ativo bom e barato ou investir com base no noticiário. Mas é também muito menos ingênua.

E investir racionalmente significa construir bons portfólios.

ii) *Princípio 2: Em um bom portfólio, cada instrumento tem uma função bem definida e uma magnitude apropriadamente calculada.*

De novo uma atividade processual, monótona e desprovida de emoções.

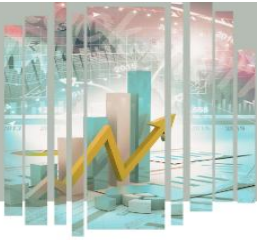
Mas investimentos – sejam eles tradicionais, alternativos ou exóticos - devem ser pensados neste contexto. Ou seja, eles devem ser precificados em termos da sua contribuição para o portfólio; e não individualmente; em termos dos seus méritos particulares.

Uma boa comparação é com uma coleção de Arte; que seria o equivalente artístico a um portfólio financeiro. Cada quadro que o colecionador planeja comprar tem que ser precificado em termos da sua contribuição para a coleção – o portfólio - e não em termos do seu mérito individual.

iii) *Princípio 3: Em um bom portfólio, alguns ativos terão um bom desempenho enquanto outros terão um desempenho ruim.*

Ou seja, esperar que todos os ativos do portfólio tenham um bom desempenho, é um contrassenso. Na verdade, alguns ativos estão no portfólio justamente para irem mal quando outros vão bem. E vice-versa. Portanto, sempre existirá um ativo com melhor desempenho e outro com pior desempenho.

Neste sentido, retirar do portfólio aqueles ativos que estão indo mal, pode ser um erro. Os ativos devem ser avaliados não pelo seu desempenho individual, mas sim pela sua contribuição para o portfólio. E um ativo só deve sair quando não estiver cumprindo sua função – função esta que muitas vezes requer ir mal quando algum outro ativo está indo bem.



iv) *Princípio 4: Investir requer autoconhecimento*

Um bom portfólio precisa refletir algo sobre os objetivos de investimento e a estrutura de passivos de um investidor. Na verdade, quanto mais refletir estas características, melhor será o portfólio! Portanto, autoconhecimento é importante ao investir.

Porém, autoconhecimento dá trabalho e a maior parte dos investidores prefere nem perder tempo com isso. É mais fácil dizer que o objetivo do portfólio é ganhar o máximo possível. Muito ingênuo, não?

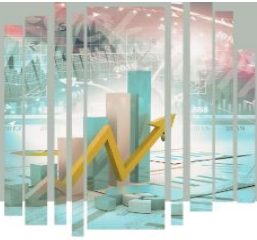
Pois isto não é investir. É jogar. Mais fácil, mais divertido e, por sinal, também mais barato, é pegar o avião e ir logo para Las Vegas jogar em um cassino.

v) *Princípio 5: Cuidado para não terminar com um Portfólio Acidental*

O Portfólio Acidental é um amontoado de produtos financeiros que alguém ligou para vender e o investidor simplesmente comprou; sem nenhum critério. É um portfólio que não consegue nem mesmo ser um todo coerente; quanto mais ser eficiente.

Porém este é o Portfólio da grande maioria dos investidores: caro, mal pensado, confuso, sem nenhuma relação com os objetivos ou o passivo do investidor.

Em resumo, existem quatro princípios que são importantes de saber antes de começar a investir: i) Investir é sobre construir bons portfólios – e não sair por aí procurando aquele ativo bom e barato que vai subir de preço e que INCRIVELMENTE ninguém ainda percebeu. ii) Em um bom portfólio, cada ativo tem que ser alocado na sua função apropriada e na quantidade correta iii) Em um portfólio, por definição, alguns ativos terão bom desempenho enquanto outros terão um desempenho ruim. Vá se acostumando! iv) Um bom portfólio



requer autoconhecimento. v) Cuidado para não terminar com um Portfólio Acidental; cheio de coisas que alguém vendeu e você comprou sem nenhum critério.

6. CONCLUSÃO

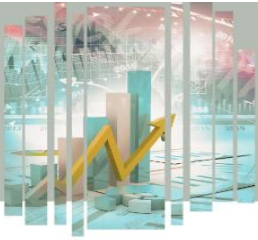
A partir dos anos 2000, em uma realidade de juros extraordinariamente baixos, os investidores globais tornaram-se cada vez mais criativos para atingir suas metas atuariais. As classes de ativos tradicionais de Renda Fixa e Renda Variável se aprofundaram cada vez mais dentro do espectro de risco, e surgiram no mercado novos ativos; muitas vezes ilíquidos e em diferentes estágios da maturação, mas com retornos esperados maiores.

Estes novos ativos foram agrupados em novas classes - Investimentos Alternativos e Exóticos - e começaram a ganhar cada vez mais espaço dentro dos portfólios; primeiro entre os investidores institucionais e depois dentre os investidores pessoas físicas de alta renda. E primeiro com recomendações de uma alocação de 10% do portfólio, depois 20%, então 30% e agora, talvez, em um patamar exagerado.

No Brasil, esta realidade de juros reais baixos quase não esteve presente; a não ser por alguns poucos e curtos períodos. Mesmo assim, uma curiosa variante da classe de alternativos se desenvolveu nos mercados locais: os fundos multimercados - porém, em uma região do espectro de risco pouco profunda, disputando espaço com Caixa e títulos de Renda Fixa; em forte contraste com o que aconteceu no exterior, onde os Alternativos se situaram bem fundo dentro do espectro de risco; entre Crédito “High-Yield” e Ações.

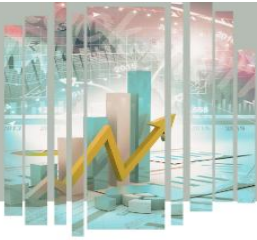
O objetivo deste artigo foi fazer uma análise preliminar destes Investimentos Tradicionais, Alternativos e Exóticos e discutir as diferentes maneiras como eles podem ser combinados para compor um portfólio.

Dentre os Investimentos Tradicionais, o artigo trata de investimentos em Caixa, Renda Fixa, Crédito, “Real Estate” e Moedas, enquanto os Investimentos



Alternativos são “Private Debt”, “Private Equity”, “Venture Capital”, “Private Real Estate”, “Hedge Funds”, “Commodities” e, mais recentemente, Moedas Digitais e Investimentos Temáticos. Entre os Investimentos Exóticos, que este artigo prefere denominar de “Alternative (+)”, estão aqueles que as instituições financeiras chamam de Investimentos de Paixão além de estratégias complicadas; como as ilustradas no capítulo 5 do Armadilha de Investimentos. E aqui cabe destacar os investimentos em Arte, uma classe de exóticos que possui desafios bastante específicos - mas que, assim como um dia aconteceu recentemente com as Moedas Digitais, podem ser eventualmente superados.

A segunda metade da década de 2020 parece sinalizar para uma realidade de juros mais elevados no cenário internacional; uma realidade bem diferente daquela experimentada nos primeiros vinte anos do milênio. A Renda Fixa, uma classe de ativos tradicional que havia praticamente desaparecido dos portfólios globais, parece estar ensaiando uma volta em grande estilo. Neste sentido, os anos a seguir podem apresentar desafios para os Investimentos Alternativos e Exóticos. Como estes desafios serão enfrentados é uma história que ainda está sendo contada.



REFERÊNCIAS

ABDALLA, Leon; Analise de Volatilidade e Prêmio por r Risco de Fundos de Investimento Alternativos; Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas; São Paulo, 2023.

CHEMALLE, Thierry; SPINOLA, Alexandre; Art Collectors as Angel Investors: Uma coleção brasileira; Segundo Seminário Acadêmico de Economia do Mercado da Arte. FGVInvest; Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas; São Paulo; 2024.

GUIMARÃES, Paulo; Volatilidade de Criptomoedas em contexto: aplicações de modelos da classe ARCH e comparação com outras classes de ativos; Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas; São Paulo, 2023.

23

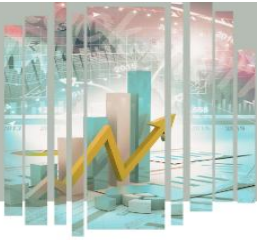
MENCONI, Denise; Essays on Art Economics; Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas; São Paulo, 2021.

PERERA, Luiz Carlos Jacob; Crédito: história, fundamentos e modelos de análise; São Paulo; Mackenzie; Editora Saint Paul; 2013.

SECURATO, José Roberto; Crédito: análise e precificação de riscos - pessoas físicas e jurídicas. São Paulo; Editora Saint Paul; 2002.

TENANI, Paulo; CINTRA, Roberto; LEME, Ernesto; VILLARES, Caio W.; Armadilhas de Investimento. Editora M; Books do Brasil; São Paulo; 2015

TENANI, Paulo; MENCONI, Denise; MOURABET, Mohamed; BORELLI, Marcel; JESUS, Gustavo; Investimentos: O Guia dos Céticos. FGV Editora; Rio de Janeiro; 2024.



VARANDA NETO, José Monteiro; DE SOUZA SANTOS, José Carlos; O
Mercado de Renda Fixa no Brasil: conceitos, precificação e risco; São Paulo;
Editora Saint Paul; 2019