



SHORT STUDY SERIES

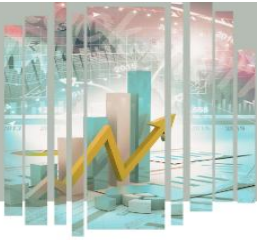
Nº 46, maio 2025

FINANÇAS

FGV INVEST

CONSTRUÇÃO DE PORTFÓLIOS
COM ATIVOS INTERNACIONAIS E
ALTERNATIVOS

MARCEL BORELLI



CONSTRUÇÃO DE PORTFÓLIOS COM ATIVOS INTERNACIONAIS E ALTERNATIVOS

Marcel Borelli^{1,2}

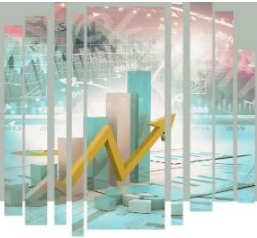
RESUMO

Este artigo analisa a relevância da diversificação internacional e o papel dos investimentos alternativos na construção de portfólios mais robustos frente às incertezas econômicas. A partir de cinco questões fundamentais explora-se a alocação estratégica de ativos, os limites da diversificação doméstica, as possibilidades trazidas pelos instrumentos alternativos, e os riscos associados a essas decisões. Fundamentado na teoria moderna do portfólio e na experiência prática de mercado, o texto propõe diretrizes conceituais e operacionais para investidores que buscam estruturação patrimonial com maior alcance global e sofisticação de risco.

Palavras-Chave: Investimentos Internacionais, Investimentos Alternativos, Fatores de Risco, Engenharia de Portfólio.

¹ CFO Fairview Investments e pesquisador do FGV Invest, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas

² Gostaria de agradecer a meus colegas Caio Villares e Paulo Tenani que leram e comentaram o artigo



1. INTRODUÇÃO

A globalização dos mercados financeiros, aliada à digitalização das plataformas de investimento, ampliou consideravelmente o acesso de investidores brasileiros a ativos internacionais e estratégias alternativas.

Apesar dessa evolução, observa-se que a adoção dessas soluções permanece, muitas vezes, reativa e fragmentada, guiada por percepções pontuais de oportunidade — como o nível do câmbio — em detrimento de uma alocação fundamentada em princípios estratégicos.

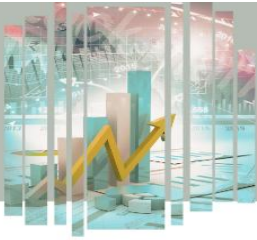
Este artigo busca sistematizar uma abordagem mais técnica e estruturada a partir da análise de cinco perguntas-chave, oferecendo subsídios teóricos e práticos para orientar a tomada de decisão no atual contexto de gestão patrimonial. Para quem quiser se aprofundar ainda mais neste tema, a recomendação são os livros “Investimentos: O Guia dos Céticos” e “Asset Management: a systematic approach to factor investing”

3

2. QUANTO DEVE SER ALOCADO INTERNACIONALMENTE?

É comum observar decisões de investimento no exterior pautadas pelo valor momentâneo da taxa de câmbio, sobretudo do dólar, em vez de derivadas de uma análise estratégica do perfil de gastos e passivos cambiais. Tal comportamento oportunista, embora compreensível, tende a produzir ineficiências de longo prazo e pode comprometer objetivos relevantes, como educação internacional ou consumo global.

Uma abordagem mais apropriada pressupõe a identificação da proporção dos gastos vinculada a moedas fortes. Diversos estudos e evidências empíricas sugerem que famílias brasileiras de alta renda frequentemente possuem entre 30% e 40% de seu padrão de vida atrelado, direta ou indiretamente, ao dólar ou ao euro. Essa estimativa pode servir como parâmetro inicial para a alocação cambial do portfólio.



Adicionalmente, a alocação internacional proporciona acesso a mercados e setores ausentes no Brasil, como tecnologias disruptivas, inovação em saúde, e novas formas de consumo. Esse acesso amplia o espectro de oportunidades e reduz o risco idiossincrático de manter um portfólio exclusivamente doméstico. A diversificação geográfica contribui, portanto, para a resiliência estrutural da carteira.

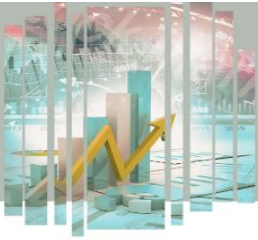
No âmbito da alocação global, merece destaque o papel dos investimentos alternativos. A classificação “alternativos” abrange desde estratégias como Private Equity e Private Credit — que se alinham, respectivamente, à renda variável e à renda fixa — até hedge funds com abordagens descorrelacionadas. Em mercados desenvolvidos, é comum observar alocações entre 15% e 35% em ativos alternativos, ajustadas ao perfil de risco e horizonte do investidor.

Contudo, esses ativos também carregam riscos particulares, como menor liquidez, maior complexidade operacional e opacidade na precificação. Assim, sua inclusão deve ser pautada por critérios técnicos e visão de longo prazo. Os investimentos internacionais, sobretudo quando envolvem estratégias alternativas, exigem uma mudança na forma de pensar o portfólio: de decisões isoladas para uma construção estratégica e integrada de alocação.

3. COMO ABORDAR O INVESTIMENTO INTERNACIONAL

Apesar da relevância econômica do Brasil, seu mercado de capitais apresenta concentração significativa em setores como commodities, instituições financeiras e consumo interno. Essa estrutura limita a eficácia da diversificação doméstica. Além disso, a alta correlação entre os ativos locais em momentos de estresse compromete a proteção de capital, uma vez que diferentes classes tendem a se mover conjuntamente.

Diante desse cenário, tornou-se comum entre investidores brasileiros a adoção de portfólios concentrados e a tentativa de compensar a falta de diversificação por meio de análises profundas — como estratégias value investing — ou da leitura macroeconômica. Embora válidas em determinadas



circunstâncias, essas abordagens dependem de elevada capacidade de previsão e são difíceis de replicar de forma consistente.

Nesse contexto, a internacionalização do portfólio representa uma inflexão estratégica. A ampliação do universo investível permite a construção de carteiras com maior equilíbrio setorial, geográfico e de estilos de gestão. O investidor passa a acessar mercados com ciclos econômicos distintos, políticas monetárias não correlacionadas e ativos com características diversas de risco e retorno.

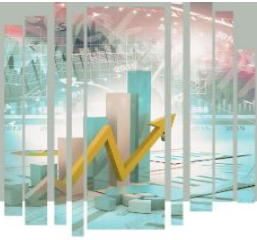
A Teoria Moderna do Portfólio, desenvolvida por Harry Markowitz, oferece embasamento para essa abordagem, ao distinguir entre risco sistemático e risco específico. O segundo, sendo passível de diversificação, não é remunerado com prêmio de risco adicional. Tal teoria parte da premissa que os mercados são eficientes e podemos debater se os mercados são realmente tão eficientes, mas para justificar este nível de concentração a perspectiva de acerto precisa ser altíssima. Ou seja, manter um portfólio concentrado aumenta o risco total sem garantir retorno proporcional, o que torna a estratégia ineficiente.

5

Ainda assim, observa-se a repetição de padrões domésticos nos portfólios internacionais, como a concentração excessiva em poucos ativos, muitas vezes escolhidos com base em vínculos interpessoais ou recomendações informais. Tal prática enfraquece o potencial de diversificação global.

Um exemplo numérico ilustra bem essa questão: um portfólio composto por dez títulos de dívida com rendimento de 7% ao vencimento perde 10% em caso de inadimplência de um emissor. Já um portfólio com cem títulos, mantendo o mesmo retorno médio, limitaria essa perda a 1%. A diversificação, nesse caso, protege o investidor contra eventos idiossincráticos sem comprometer o retorno.

Portanto, a alocação internacional requer uma mudança de paradigma. Trata-se de adotar uma lógica de engenharia de portfólio, que valorize a construção de carteiras amplas, multiclasse e fundamentadas em fatores de risco. Tal abordagem tende a ser mais intangível e abstrata, mas é a única que promove robustez estrutural e resiliência em diferentes regimes de mercado.



4. COMO CONSTRUIR UM PORTFÓLIO DE ALTERNATIVOS?

A construção eficiente de um portfólio com ativos alternativos requer uma abordagem distinta daquela normalmente aplicada à seleção de ações ou títulos de renda fixa. Em vez de focar exclusivamente em retornos esperados ou histórico de desempenho, o investidor deve considerar a função estratégica de cada ativo na carteira, bem como seus fatores de risco dominantes.

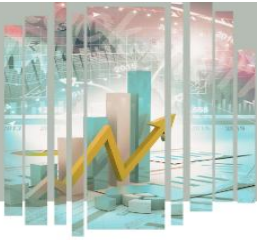
O Professor Andrew Ang, da Columbia Business School, utiliza uma analogia bastante útil para esse processo: ele compara os ativos a alimentos e os fatores de risco a nutrientes. Assim como uma dieta equilibrada depende da composição nutricional e não apenas dos tipos de alimento, um portfólio bem construído exige atenção aos riscos subjacentes e não somente às categorias aparentes dos ativos.

Aplicando essa lógica, um mesmo ativo alternativo pode ter diferentes comportamentos em função de seu perfil de risco. Dois fundos rotulados como “Private Equity”, por exemplo, podem responder de forma divergente a choques de liquidez, ciclos econômicos ou mudanças regulatórias, a depender de sua estratégia, região de atuação e estágio das empresas investidas.

Para otimizar a construção de um portfólio de alternativos, é recomendável:

- Mapear os fatores de risco de cada ativo e sua relação com o restante do portfólio;
- Avaliar a correlação entre os ativos alternativos e os mercados tradicionais;
- Considerar a liquidez, estrutura jurídica e horizonte de investimento de cada alocação.

Um erro recorrente é a ilusão de diversificação. Um investidor que aloca recursos em Private Equity, imóveis comerciais e crédito estruturado pode acreditar que possui um portfólio alternativo diversificado. Contudo, se todos os



ativos estiverem expostos ao mesmo ciclo de crescimento ou a um aperto nas condições de crédito, a carteira sofrerá de maneira concentrada.

Adicionalmente, a construção eficiente demanda atenção à governança e à estrutura de monitoramento. Diferentemente de ativos líquidos e transparentes, os alternativos exigem diligência contínua, avaliação de risco qualitativa e capacidade analítica para interpretar relatórios de desempenho muitas vezes complexos.

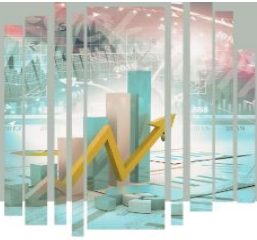
Em última instância, a alocação em ativos alternativos também deve ser tratada como um exercício de engenharia de portfólio, onde a função de cada componente é cuidadosamente calibrada. A sofisticação na construção é proporcional à complexidade dos ativos envolvidos — e é justamente essa sofisticação que permite colher os benefícios de diversificação, retorno e proteção de capital.

5. QUAIS RISCOS DEVO CONSIDERAR AO INVESTIR EM ALTERNATIVOS

7

A despeito de seus benefícios, os investimentos alternativos apresentam um conjunto de riscos próprios que exigem análise criteriosa por parte dos investidores e seus assessores. O mais evidente deles é o risco de liquidez. Muitos desses ativos são estruturados em veículos fechados, sem mercado secundário ativo, com prazos de resgate que podem variar de anos. Isso impõe restrições à flexibilidade da carteira e exige planejamento patrimonial de longo prazo.

Outro fator relevante é a complexidade jurídica e operacional. Fundos de crédito estruturado, private equity ou estratégias de arbitragem frequentemente envolvem estruturas contratuais sofisticadas, cláusulas de governança restritivas e dependência de modelos quantitativos ou qualitativos de avaliação. A compreensão desses elementos é essencial para uma gestão adequada do risco.



Adicionalmente, a valorização de ativos ilíquidos nem sempre reflete as condições reais de mercado. Em muitos casos, a ausência de marcação a mercado pode mascarar deteriorações no valor dos ativos, postergando ajustes de preços que se tornam evidentes apenas em eventos de liquidez ou revisão contábil. Isso pode comprometer a avaliação da volatilidade do portfólio e levar à subestimação do risco real.

Deve-se considerar ainda o risco de falsa diversificação. Ativos alternativos com rótulos distintos podem estar expostos a fatores de risco comuns. Por exemplo, imóveis comerciais e crédito estruturado podem reagir de forma semelhante a um aumento abrupto nas taxas de juros ou a uma retração no crédito. Assim, a diversificação verdadeira requer mapeamento dos fatores subjacentes, e não apenas variedade superficial de nomes.

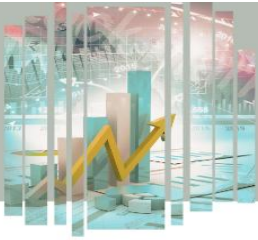
Há também riscos operacionais, regulatórios e cambiais, sobretudo quando se investe em ativos internacionais. O desalinhamento entre os prazos e o perfil do investidor — especialmente em estratégias com capital comprometido por vários anos — pode resultar em decisões precipitadas em momentos de estresse.

Por fim, o risco comportamental é especialmente relevante nesse contexto. Dada a opacidade e a complexidade dos ativos alternativos, é comum que investidores abandonem estratégias no momento errado, seja por impaciência, falta de compreensão ou frustração com retornos menos lineares.

Portanto, embora os ativos alternativos ofereçam amplas possibilidades de geração de valor e diversificação, sua adoção exige preparo, alinhamento com os objetivos do investidor e uma estrutura de avaliação e monitoramento compatível com sua complexidade.

6. CONCLUSÃO

A construção de portfólios resilientes no contexto atual exige uma abordagem que transcenda os limites da alocação tradicional centrada em ativos domésticos líquidos. A internacionalização da carteira e a integração de



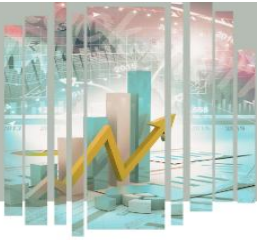
investimentos alternativos constituem não apenas oportunidades, mas também imperativos estratégicos diante da complexidade crescente dos mercados e da interdependência global.

Os ativos internacionais permitem ao investidor acessar setores econômicos, geografias e dinâmicas macroeconômicas que não estão disponíveis no mercado local, favorecendo a diversificação real. Já os investimentos alternativos, quando devidamente compreendidos e estruturados, adicionam novas fontes de retorno e exposição a riscos que não se manifestam nos ativos tradicionais, ampliando as possibilidades de otimização da relação risco-retorno.

Entretanto, essas oportunidades não vêm sem desafios. A correta alocação em ativos internacionais e alternativos demanda um grau elevado de diligência, planejamento e sofisticação analítica. Requer também o abandono de abordagens intuitivas e reativas, substituindo-as por um processo decisório sistematizado e orientado por princípios técnicos, como os delineados pela teoria moderna do portfólio e pela gestão baseada em fatores.

9

Portanto, o investidor contemporâneo, ao buscar maior eficiência e robustez em sua estrutura patrimonial, deve adotar uma visão holística e global. A diversificação internacional e o uso criterioso de ativos alternativos deixam de ser elementos acessórios e assumem papel central em uma arquitetura de portfólio consistente com os desafios e as oportunidades atuais.



REFERÊNCIAS

ANG, Andrew; Asset Management: A systematic approach to factor investment. Oxonia. Oxford University Press; 2014.

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