

Carta Charles River 03

Gestão ativa da exposição líquida

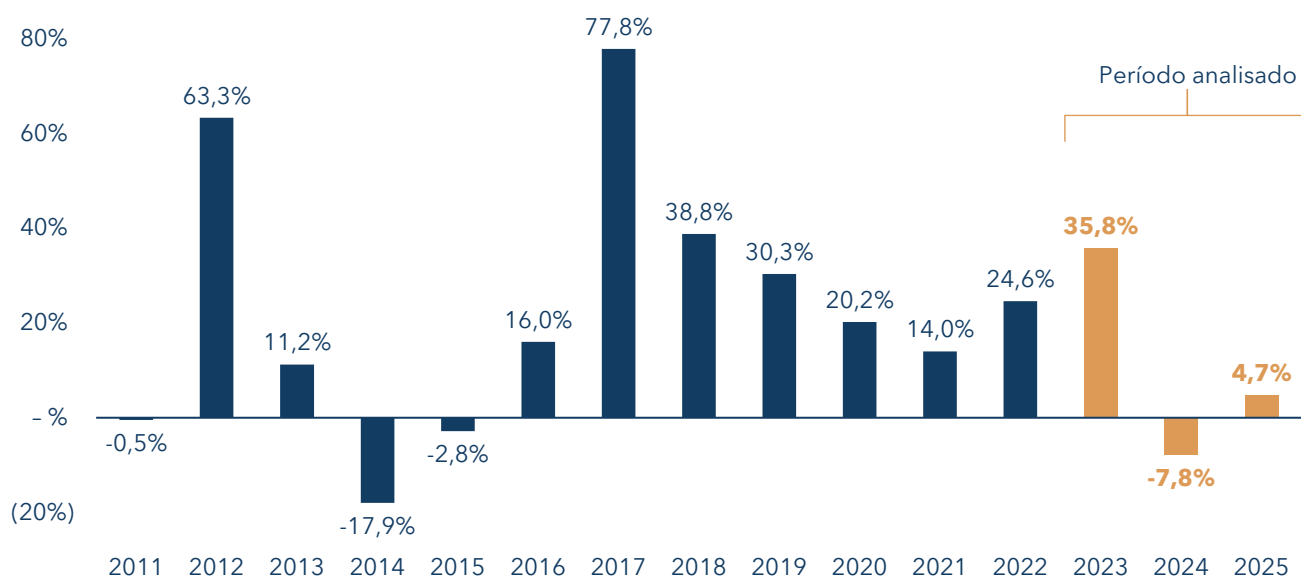
dezembro 2025

Caros investidores,

Encerramos, com muita satisfação, a trilogia de cartas que sintetiza a nossa abordagem conceitual e prática ao *value investing*. Nessa carta, após reflexão sucinta sobre a performance do fundo no período que se sucedeu à nossa última publicação, buscamos aprofundar a forma como realizamos a gestão ativa da exposição líquida ou, em outras palavras, o processo decisório sobre quanto do capital do fundo deve estar investido em ações em cada momento. Assim, esperamos que o leitor consiga, ao agregar o conhecimento das duas cartas anteriores, obter mais proximidade com a nossa filosofia de investimentos e o nosso meio processual sistematizado de aplicá-la.

Performance do fundo entre 2023 e 2025

Figura 1: Performance anual do Charles River FIF Ações



Em 2023, dezessete das posições que estiveram em nosso portfólio contribuíram positivamente, contra apenas duas detratoras, resultando em um desempenho de 35,8%, bem acima dos 22,3% do Ibovespa. O ano também marcou o oitavo consecutivo com retornos de pelo menos 14,0%, dos quais, em seis, a performance do Charles River FIF Ações superou a do índice.

Essa excelente performance — com contribuição relevante dos últimos dois meses do ano — decorreu de uma forte valorização dos ativos no portfólio, o que reduziu a margem de segurança média e levou, no início de 2024, a uma assimetria de

risco-retorno da carteira inferior à observada no começo de 2023. A percepção de menos oportunidades refletiu-se em nossa exposição à renda variável. Ao contrário de 2023, que começara com alocação em ações acima da média histórica, no início de 2024 mantínhamos parcela significativa (22,4%) do portfólio em caixa.

Ao longo de 2024, observamos uma tendência inversa à de 2023. Com a queda da bolsa, houve melhorias significativas nas assimetrias de risco-retorno, tanto do nosso portfólio, quanto do nosso universo de cobertura como um todo.

Nesse cenário, o caixa carregado, mais proeminente no primeiro semestre, e os investimentos *offshore* foram os principais responsáveis pelo excesso de retorno do fundo. Dentre as posições, destacou-se a *Compañía Sud Americana de Vapores S.A.* (SNSE: VAPORES), iniciada em agosto de 2023. Após ser uma das duas únicas detratoras do portfólio no seu ano de estreia, tornou-se a maior contribuição do portfólio em 2024, mesmo tendo sido encerrada em maio, com retorno de 51,8% considerando todo o período de investimento.

Ainda em 2024, as cotações de algumas ações do nosso portfólio e universo de cobertura passaram a refletir desafios de curto prazo impostos pelo ciclo econômico. Na maior parte dos casos, a queda dos preços não foi acompanhada por mudanças estruturais de mesma magnitude no valor das empresas. Com isso, a margem de segurança média do portfólio — assim como de algumas posições que acompanhávamos, mas ainda não integravam a carteira — aumentou substancialmente, impulsionando a elevação da alocação em renda variável, tanto pela ampliação da exposição a posições já existentes quanto pela inclusão de novos investimentos. O fundo encerrou o ano com retorno de -7,8%, contra -10,4% do Ibovespa.

Em 2025, os ciclos não apresentaram sinais claros de recuperação. Entre os setores mais representativos do nosso portfólio, o agrícola permaneceu pressionado pelos preços baixos das *soft commodities*, em função da elevada oferta resultante do clima favorável nas safras recentes, enquanto os segmentos de bens de capital e *hard commodities* enfrentaram desafios adicionais de demanda diante da maior incerteza global, associada às questões tarifárias.

O impacto desse cenário sobre o desempenho anual do fundo foi amplificado pela dinâmica cambial ao longo do ano. Historicamente, convergências de baixas de ciclo nos setores de *hard commodities* e de bens de capital costumam ocorrer em

ambientes recessivos. Em fases de contrações econômicas, o apetite global ao risco tende a reduzir, levando à realocação de capital de mercados emergentes para ativos considerados mais seguros, como os *treasuries* americanos, o que usualmente fortalece o dólar versus as moedas de países emergentes.

Além disso, o Brasil tem elevada exposição a *hard* e *soft commodities*. Em períodos de menor atividade desses setores, dadas as suas naturezas exportadoras, a redução de volumes e preços de exportação tende a deteriorar a balança comercial, diminuindo a entrada de dólares no país, o que tende a fortalecer o dólar versus o real.

Nesse contexto, esses episódios costumam estar associados à apreciação do dólar. Em 2025, entretanto, observou-se um momento atípico: o dólar se depreciou frente a moedas emergentes, incluindo o real. Esse comportamento cambial prejudicou a parcela do portfólio menos correlacionada ao desempenho doméstico, que foi majoritária na carteira durante o ano.

Individualmente, ativos do fundo menos sensíveis à depreciação do dólar e às dinâmicas cíclicas mencionadas acima apresentaram boa performance, com destaque para o Banco ABC, Movida, Banrisul, Eucatex e Mater Dei. Complementarmente, ações de caráter global, como a Ternium, também contribuíram positivamente, mesmo diante de um ambiente cambial desfavorável. Esses papéis ajudaram a compensar o desempenho pressionado da parcela do portfólio de ações brasileiras expostas aos ciclos e positivamente ao dólar — em especial a Tupy, que enfrentou ao longo do ano tanto desafios cíclicos quanto questões internas. Nesse contexto, o fundo rendeu 4,7% em 2025.

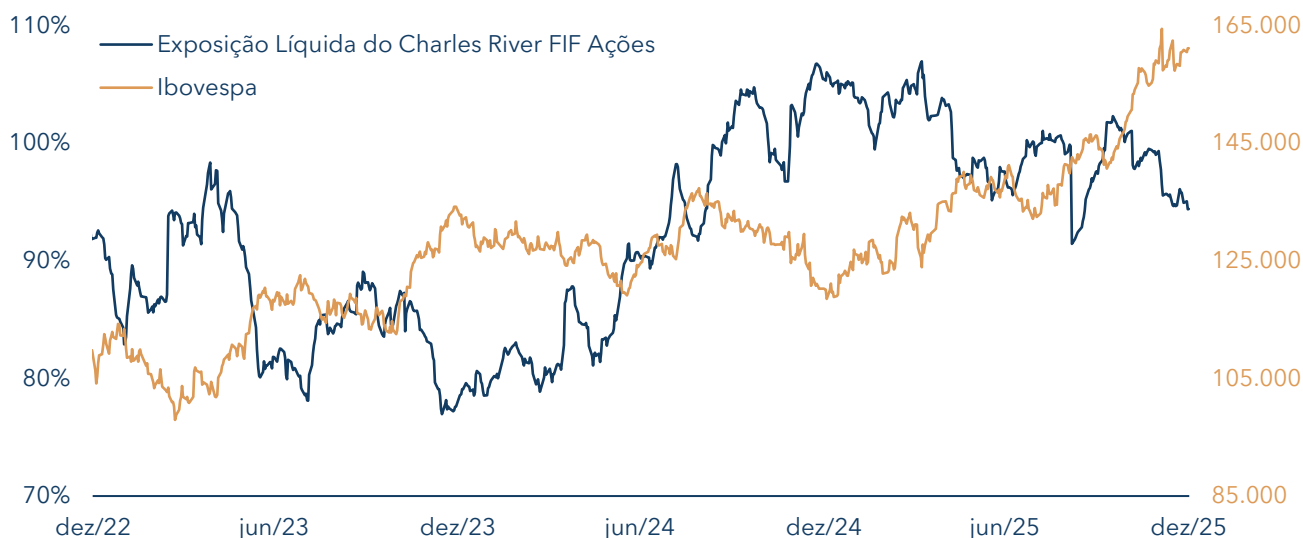
Períodos de baixa de ciclo costumam oferecer a investidores de longo prazo oportunidades mais atrativas, uma vez que os preços das ações tendem a exagerar as dificuldades de curto prazo, enquanto o valor intrínseco de companhias resilientes reflete sua capacidade de atravessar ciclos e a normalização das condições ao longo do tempo. Embora a performance do ano tenha refletido o estágio atual do ciclo econômico, mantivemos a avaliação de que o portfólio apresenta relação risco-retorno altamente positiva e consideravelmente acima de sua média histórica. Isso levou à manutenção de uma exposição elevada em renda variável ao longo de todo o ano.

O Ibovespa, por sua vez, beneficiado pela entrada de fluxos de investidores externos, que totalizaram R\$ 26,9 bilhões ao longo do ano¹, apresentou forte apreciação (34,0%). Esse resultado foi concentrado em setores como financeiro, *utilities*, consumo interno e *real estate*, os quais, exceto pelos bancos, tiveram menor participação em nosso portfólio em 2025.

Em conjunto, o comportamento do portfólio nesses três anos ilustra como fatores macroeconômicos, setoriais e cambiais podem afetar de maneira distinta carteiras com diferentes composições e níveis de exposição líquida. Essa pluralidade de cenários cria condições especialmente propícias para aprofundarmos a discussão sobre como conduzimos a gestão da exposição líquida do portfólio. No período, a alocação em ações variou significativamente, refletindo a aplicação disciplinada da nossa filosofia de gestão.

Ao final desta carta, esperamos que o leitor perceba que a variação da exposição líquida — ilustrada no gráfico abaixo — é parte central da nossa estratégia de otimização da relação risco-retorno do fundo ao longo do tempo.

Figura 2: Variação da exposição líquida nos últimos três anos



¹ Fonte: B3

Por que fazemos a gestão ativa da exposição líquida

Entre os fundos de ações *long only*², é possível identificar duas abordagens predominantes quanto à estratégia de alocação entre renda variável e caixa:

1. Fully invested — busca manter a exposição em ações o mais próximo possível de 100%, preservando apenas um pequeno nível de caixa destinado às necessidades operacionais do fundo; ou
2. Gestão ativa da exposição líquida — varia deliberadamente a alocação entre renda variável e caixa, ajustando a exposição conforme a avaliação de riscos e oportunidades.

Entre essas duas abordagens, optamos pela gestão ativa da exposição líquida. Nossa decisão de não permanecermos *fully invested* reflete a convicção de que o rebalanceamento dinâmico entre renda variável e caixa pode gerar valor adicional ao longo do tempo. Isolar e comprovar essa geração de valor, contudo, é um desafio. Para endereçar essa questão, realizamos dois estudos:

1. Gestão ativa da exposição líquida do Charles River FIF Ações aplicada ao Ibovespa.
2. Comparação do retorno efetivo do Charles River FIF Ações com o retorno hipotético caso o fundo tivesse permanecido sempre *fully invested* (100% alocado em ações)

No primeiro estudo, buscamos segregar o retorno do portfólio, que, de forma simplificada, pode ser decomposto em três componentes distintos:

1. Seleção de ativos (*stock picking*) — resultado da escolha dos ativos que compõem o portfólio;

² Definimos a estratégia do Charles River FIF Ações como “*long only flexível*”. O portfólio é predominantemente composto por posições compradas em ações, podendo, de forma oportunística, realizar *pair trades*. Embora o regulamento permita operações vendidas e investimentos em outras classes de ativos, tais estratégias são infrequentes e pouco significativas para o retorno histórico do fundo.

2. Alocação entre os ativos (*position sizing*) — resultado do percentual da alocação em renda variável atribuído a cada ativo do portfólio ao longo do tempo; e
3. Gestão ativa da exposição líquida — resultado gerado pela variação deliberada da alocação entre renda variável e caixa.

O primeiro ângulo para analisar a geração de valor da gestão ativa da exposição líquida (3) buscou isolar o seu impacto no retorno. Para isso, aplicamos a gestão ativa da exposição líquida do Charles River FIF Ações ao Ibovespa, evitando que os efeitos de seleção de ativos (1) e de alocação entre os ativos (2) interfiram na análise do terceiro componente.

Entretanto, esse estudo possui uma complicação intrínseca. Embora a essência da estratégia do fundo seja centrada em ações brasileiras, o nível de exposição à renda variável do Charles River FIF Ações é parametrizado com base na relação risco-retorno do seu próprio portfólio — como será detalhado mais à frente. Assim, apesar de estarem correlacionados, em alguns momentos a avaliação dos ativos da carteira do fundo pode ser dissonante da atratividade da bolsa como um todo. Nesses casos, o valor do portfólio como *proxy* do Ibovespa é reduzido, de modo que a exposição líquida do fundo não necessariamente reflète a decisão ótima de alocação no índice.

No segundo estudo, lidamos com a situação contrária. Ao compararmos o retorno efetivo obtido pelo fundo com a simulação caso o Charles River FIF Ações permanecesse sempre 100% alocado, preservamos a relação direta entre a exposição líquida e a relação risco-retorno do portfólio. Todavia, a comparação entre o retorno real e um cenário hipotético em que o fundo segue a abordagem *fully invested* não isola adequadamente o efeito da gestão ativa da exposição líquida. O desempenho do portfólio 100% alocado em renda variável também refletiria a qualidade do *stock picking* e do *position sizing* — e não apenas a decisão sobre o nível de exposição.

GESTÃO ATIVA DA EXPOSIÇÃO LÍQUIDA DO CHARLES RIVER FIF AÇÕES APLICADA AO IBOVESPA

Conforme mencionado acima, dado o universo de atuação do Charles River FIF Ações, utilizamos o Ibovespa como parâmetro para a análise, que considerou o

período entre 2020, quando o sistema passou a operar em formato próximo ao atual, e o fim de 2025.

Para o estudo, construímos um portfólio hipotético, denominado “*Portfólio Dinâmico*” (1), cuja rentabilidade diária resulta da combinação entre o desempenho do Ibovespa e do CDI³, ponderados pelos pesos efetivos do Charles River FIF Ações em renda variável e caixa.

Por exemplo, ao final de 2023, o Charles River FIF Ações apresentava uma alocação de 77,61% em renda variável e 22,39% em caixa. No primeiro dia útil de 2024, o Ibovespa e o CDI renderam, respectivamente, -1,11% e 0,04%. Logo, o retorno diário do *Portfólio Dinâmico* (1) é calculado como: $(-1,11\% \times 77,61\%) + (0,04\% \times 22,39\%) = -0,85\%$

A avaliação do desempenho do *Portfólio Dinâmico* (1) requer o estabelecimento de uma base comparativa. Assim, construímos dois portfólios adicionais:

2. 100,0% Ibovespa e 0,0% CDI (“*Portfólio 100% Ibovespa*”) — carteira totalmente exposta ao índice; e
3. 89,7% Ibovespa e 10,3% CDI (“*Portfólio de Pesos Fixos*”) — refletindo a exposição média do Charles River FIF Ações no período.

Vale notar que, nos seis anos analisados, o CDI superou amplamente o Ibovespa, com retornos acumulados de 72,8% e 39,3%, respectivamente. Portanto, em portfólios com pesos fixos entre o índice e o caixa, quanto menor a exposição ao Ibovespa, maior deve ser o retorno da carteira.

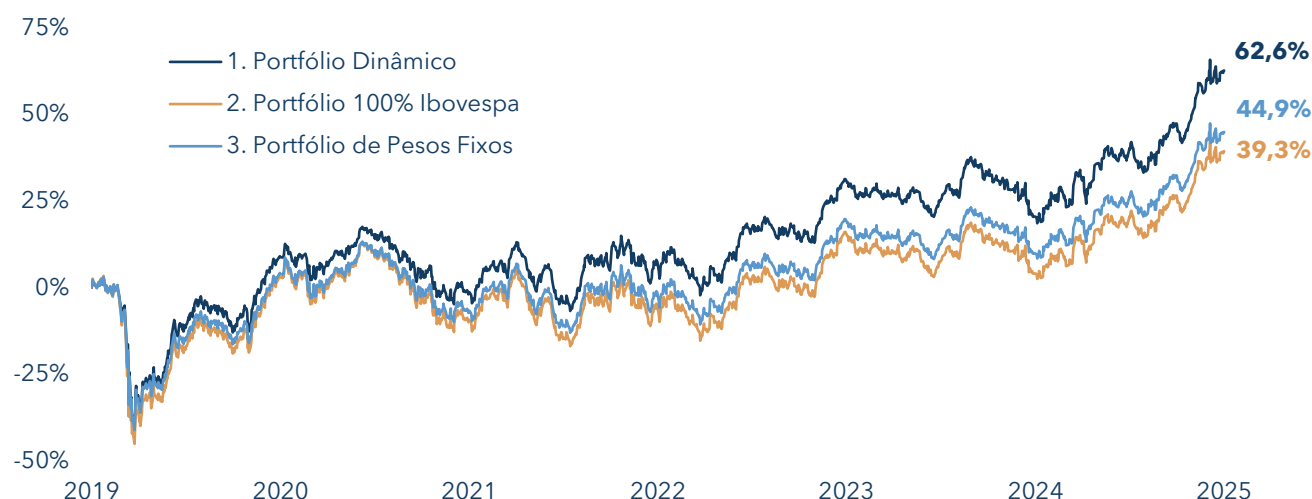
Dessa forma, dado o desempenho do CDI em relação ao Ibovespa no período, era esperado que ambos os portfólios com exposição ao caixa — *Portfólio de Pesos Fixos* (3) e *Portfólio Dinâmico* (1) — superassem o *Portfólio 100% Ibovespa* (2), como de fato ocorreu.

O ponto central, entretanto, está na comparação entre o *Portfólio Dinâmico* (1) e o *Portfólio de Pesos Fixos* (3), visto que estes portfólios têm, na média, a mesma exposição à renda variável e ao CDI. Ao replicar diariamente a alocação em renda variável do Charles River FIF Ações, o *Portfólio Dinâmico* (1) obteve retorno

³ Rentabilidade do caixa estimada como CDI.

acumulado de 62,6%, frente aos 44,9% do *Portfólio de Pesos Fixos* (3), cuja carteira tem exposições em renda variável e caixa fixas.

Figura 3: Portfólio Dinâmico x Portfólio 100% Ibovespa x Portfólio de Pesos Fixos



Outro destaque foi a consistência dos resultados: o *Portfólio Dinâmico* (1) demonstrou capacidade recorrente de geração de excesso de retorno ao longo do período. Em todos os anos analisados, superou o *Portfólio 100% Ibovespa* (2) e, em cinco dos seis anos, apresentou desempenho superior ao *Portfólio de Pesos Fixos* (3).

Portfólio	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Acumulado
1. Dinâmico	8,7%	-9,2%	9,0%	22,0%	-8,3%	35,0%	62,6%
2. 100% Ibovespa	2,9%	-11,9%	4,7%	22,3%	-10,4%	34,0%	39,3%
3. Pesos Fixos	3,9%	-10,2%	5,7%	21,5%	-8,3%	31,9%	44,9%

COMPARAÇÃO DO RETORNO EFETIVO DO CHARLES RIVER FIF AÇÕES COM O RETORNO HIPOTÉTICO CASO O FUNDO PERMANECESSE SEMPRE 100% ALOCADO

Após essa análise, tratamos de um segundo ângulo: o custo de oportunidade associado a não permanecermos totalmente investidos. Para isso, comparamos dois outros portfólios:

4. “*Charles River FIF Ações*” — retorno efetivo obtido pelo fundo; e
5. “*Portfólio Fully Invested*” — que reflete o cenário hipotético em que o fundo permaneceu sempre 100% alocado em ações.

Nesse caso, o custo de oportunidade corresponde à diferença entre ambos os retornos.

Quando analisamos a performance do *Charles River FIF Ações (4)*, observamos que, em um cenário hipotético de alocação constante entre renda variável e caixa, quanto maior a exposição em ações, maior seria o retorno acumulado. Isso decorre do fato de que, na maior parte do tempo, a alocação em renda variável do *Charles River FIF Ações (4)* apresentou desempenho superior à rentabilidade do caixa. Assim, é natural que, quanto maior a exposição nessa cesta de ações, menor a parcela investida em CDI e, portanto, melhor o retorno.

Nos últimos seis anos, entretanto, a rentabilidade efetiva do *Charles River FIF Ações (4)* superou o retorno hipotético do *Portfólio Fully Invested (5)* que seria obtido caso estivéssemos totalmente investidos em ações. No período, o retorno do *Charles River FIF Ações (4)* foi de 123,8% contra 114,1% do *Portfólio Fully Invested (5)*. Esse resultado refuta a concepção intuitiva de que uma maior parcela em caixa necessariamente reduz o desempenho, reforçando o papel da gestão ativa da exposição líquida como fonte de geração de valor.

Cabe destacar, ainda, que o *Charles River FIF Ações (4)* obteve retorno superior ao do *Portfólio Fully Invested (5)* assumindo menos risco. Como as carteiras de ações de ambos os portfólios são idênticas, a diferença de risco decorre exclusivamente do nível de exposição líquida: o portfólio com maior alocação em caixa é, naturalmente, menos arriscado. Nesse sentido, ao manter, em média, 10,3% de seu patrimônio em caixa, o *Charles River FIF Ações (4)* operou com menor risco do que o *Portfólio Fully Invested (5)*, que, por construção, permaneceu totalmente investido ao longo de todo o período.

Em alguns intervalos, contudo, a forte performance de *stock picking* e de *position sizing* compensou o excesso de retorno obtido pela gestão ativa da exposição líquida, levando o *Portfólio Fully Invested (5)* a registrar rentabilidade superior. Esses momentos de excelente performance da parcela alocada em renda variável da carteira, ainda que possam levar a janelas em que uma exposição de 100% geraria retornos superiores, não contradizem o propósito da gestão ativa da exposição líquida. Nosso objetivo é otimizar a relação risco-retorno do portfólio ao longo do tempo — o que não implica retornos necessariamente superiores em todos os períodos, mas um equilíbrio mais favorável entre retorno e risco na perpetuidade. Nessa dimensão, o caixa exerce papel central.

O papel do caixa no portfólio de um fundo de ações

Em nossa segunda carta, argumentamos que o risco a ser mitigado é a probabilidade de perda permanente de capital, em oposição à volatilidade — conceito mais difundido academicamente. Para mitigar esse risco, *value investors* buscam adquirir ativos que apresentem margem de segurança, isto é, negociados a preços inferiores aos seus valores intrínsecos. Quanto maior o desconto entre preço e valor, mais favorável tende a ser a relação risco-retorno do ativo.

Como refletem o valor presente dos fluxos de caixa projetados da empresa — a maior parte deles concentrada no longo prazo —, as estimativas de valor intrínseco tendem a incorporar mudanças de forma mais gradual. Já o preço das ações reflete as decisões de investidores com preferências, horizontes e tolerância a riscos distintos, sendo em geral influenciado por fatores menos estáveis. Por essa razão, o preço costuma variar com maior amplitude do que o valor intrínseco no curto prazo.

Como consequência, a margem de segurança de um ativo também se altera continuamente ao longo do tempo. Dessa dinâmica, decorrem duas implicações:

- A relação risco-retorno dos ativos e, portanto, do portfólio, não é constante.
- Ao criarmos um mecanismo objetivo e comparável para a relação risco-retorno, podemos estabelecer preferências relativas entre diferentes configurações de portfólios e entre momentos do tempo distintos.

O corolário é que, ao longo do tempo, o portfólio oferece relações risco-retorno mais ou menos atrativas, mesmo sem mudanças estruturais nas empresas que o compõem. Nesse caso, quando a atratividade melhora, naturalmente gostaríamos de estar mais alocados; quando piora, gostaríamos de estar menos.

Um exemplo cotidiano ajuda a ilustrar essa dinâmica. Ao comprar uma passagem aérea com orçamento limitado, destinos distintos podem ser igualmente aceitáveis, mas o preço exerce influência decisiva. Ferramentas de pesquisadores de voos destacam quando um preço está “abaixo do usual”, indicando maior atratividade. Em ações, o raciocínio é semelhante: mantidos constantes o valor intrínseco e a avaliação de risco, preços mais baixos implicam margens de segurança maiores e, portanto, melhores relações risco-retorno. Quando em conjunto, esses ativos formam portfólios de maior margem de segurança média e, portanto, maior atratividade.

Nesse sentido, o caixa surge como ferramenta para o ajuste da alocação sempre que a atratividade agregada da carteira muda — seja para aumentar a parcela de ações no portfólio quando as oportunidades são mais favoráveis, seja para reduzi-la quando ocorre o oposto.

Assim, diferentemente das demais posições, o caixa não representa uma tese de investimento, mas uma reserva de opcionalidade — um instrumento que permite ao portfólio refletir, de forma disciplinada, as variações na relação risco-retorno ao longo do tempo.

Ao decidirmos carregar caixa, reconhecemos que há um custo de oportunidade: estamos renunciando a uma parcela do retorno potencial que seria obtida caso estivessemos totalmente alocados nas ações já presentes na carteira. Esse custo, entretanto, é inerente ao próprio processo de avaliação da atratividade do portfólio.

Nesse contexto, a redução da exposição à renda variável é ponderada em relação à possibilidade — plausível à luz do histórico da carteira — de encontrar, em momentos futuros, cenários mais favoráveis de relação risco-retorno. Em momentos em que o portfólio já apresenta assimetrias amplamente atrativas, a probabilidade de encontrarmos oportunidades ainda melhores é menor, o que reduz a atratividade de diminuir a alocação em renda variável em favor de caixa. Por outro lado, quando o conjunto de oportunidades é menos atrativo, o custo de permanecer em caixa é relativamente menor, ao passo que a probabilidade de melhora futura na relação risco-retorno é maior.

Nota-se, ainda, que o nosso portfólio é uma seleção de ativos com as melhores assimetrias de um universo de cobertura construído ao longo de quatorze anos. Dessa forma, entendemos que a nossa carteira guarda relação informacional com o mercado como um todo, no sentido de que, em momentos de assimetrias menos favoráveis no nosso portfólio, o mercado tende a estar mais caro de forma agregada, aumentando a probabilidade de melhores oportunidades surgirem à frente, e vice-versa.

Assim, quanto maior a probabilidade de podermos montar no futuro um portfólio com relação risco-retorno superior, maior deve ser a parcela mantida em caixa para aproveitar oportunidades que possam surgir. Por outro lado, conforme o conjunto de oportunidades torna-se mais atrativo, a decisão ótima é aumentar gradualmente a parcela alocada em ações. Nesse sentido, a gestão ativa da

exposição líquida não implica preferência estrutural por caixa, mas sim a sua utilização como ferramenta para maximizar a relação risco-retorno do portfólio ao longo do tempo.

Vale destacar que os preços das ações em nosso portfólio não necessariamente se movem na mesma direção. Conforme já explicamos em cartas anteriores, quando as oscilações entre ativos não acompanham mudanças estruturais de mesma magnitude, buscamos otimizar o portfólio reduzindo a posição em um ativo que se tornou menos atrativo e, em paralelo, aumentando a alocação em outro cuja relação risco-retorno se tornou mais favorável.

Contudo, em determinados momentos, sobretudo em períodos de estresse do mercado, a correlação dos ativos tende a aumentar, levando os seus preços a caírem simultaneamente. Nessas situações, a presença de caixa torna-se ainda mais importante, pois preserva a capacidade de aproveitar as excelentes oportunidades que costumam surgir. A pandemia de COVID-19 é um exemplo claro desse fenômeno.

Embora não tivéssemos previsto a pandemia, iniciamos 2020 com um percentual relevante em caixa porque, naquele momento, a relação risco-retorno agregada do portfólio estava comprimida em relação ao seu histórico. Ou seja, a exposição líquida reduzida não refletia uma antevisão sobre eventos específicos, mas a aplicação disciplinada da nossa filosofia de diminuir posições à medida que a margem de segurança se estreita.

Com os choques da pandemia, o cenário se inverteu, e uma ampla gama de ativos passou a negociar a preços significativamente mais descontados. Entre o começo de fevereiro e 18 de março, data do último *circuit breaker*, 100% das empresas que constituíam o Ibovespa e o Índice Small Cap tiveram desempenho negativo, caindo, na média, 45,0%. Esse episódio ilustra como, em momentos de estresse, fatores sistêmicos tendem a preponderar no comportamento dos preços, criando simultaneamente relações risco-retorno mais atrativas.

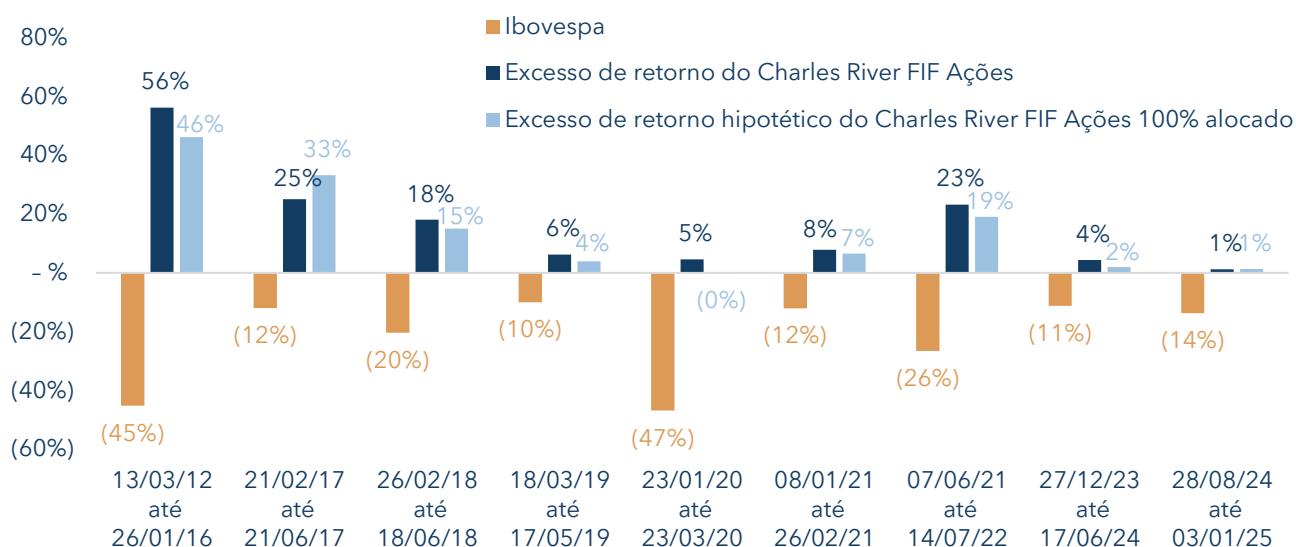
Diante dessa queda generalizada, conduzimos revisões em nossas estimativas de valor intrínseco. Esse processo, típico do nosso dia a dia, mas aplicado a um contexto extraordinário, confirmou que, em diversos casos, a magnitude da revisão de valor era muito inferior à profundidade da queda dos preços, aumentando significativamente as margens de segurança nesses casos.

Esses episódios evidenciam o benefício máximo do carregio de caixa em períodos anteriores. A significativa parcela do nosso portfólio que estava em caixa foi rapidamente alocada, tanto no aumento de posições já existentes, agora com descontos substancialmente mais amplos, quanto no início de posições que passaram a oferecer a relação risco-retorno requerida para um investimento.

Ainda que a pandemia represente uma situação extrema, choques ou períodos de queda prolongada não são raros. Desde o início da estratégia do Charles River FIF Ações, em novembro de 2011, o Ibovespa passou por quedas de pelo menos 10% em nove ocasiões. Para analisarmos esses episódios, comparamos o desempenho do fundo com o do seu benchmark desde o início de cada *drawdown* até o ponto mais profundo de cada queda. Nesses nove períodos, o Charles River FIF Ações superou o índice em todos, reflexo, entre outros fatores, da presença de caixa em momentos de estresse mais agudo. Essa evidência empírica reforça que, ao manter a capacidade de investimento para os momentos mais oportunos, o caixa pode contribuir para a geração de excesso de retorno — além de naturalmente reduzir a sensibilidade a quedas generalizadas ao longo do processo.

No gráfico abaixo, também comparamos o desempenho efetivo do Charles River FIF Ações com o estimado caso o fundo tivesse permanecido 100% alocado em todas as nove ocasiões. Em sete dos nove períodos, não estar integralmente investido mostrou-se vantajoso — reforçando o valor do caixa em momentos de correção ampla do mercado.

Figura 5: Excesso de retorno do Charles River FIF Ações no período do pico ao vale dos drawdowns do Ibovespa



A natureza volátil da renda variável reforça, portanto, o valor da opcionalidade do caixa, mesmo diante do custo de oportunidade. Em períodos de estresse, como nos episódios de queda acentuada analisados, a correlação entre ativos tende a aumentar, fazendo com que boa parte das ações se torne simultaneamente mais descontada. Nesses momentos, a presença de caixa se revela especialmente valiosa, pois preserva a capacidade de investimento e favorece a alocação de capital justamente quando a melhora nas relações risco-retorno ocorre de forma coordenada.

Da mesma forma, quando as oportunidades são escassas e as margens de segurança se estreitam, manter caixa preserva flexibilidade e evita a pressão de investir em assimetrias menos favoráveis. Assim, o caixa deixa de ser apenas uma parcela não investida e passa a funcionar como um mecanismo que permite expressar, de maneira contínua, a atratividade relativa do portfólio ao longo do tempo.

É a partir dessa lógica — de calibrar a alocação em ações com base na relação risco-retorno do portfólio — que surge o conceito de “alocação ideal”, definida como a exposição líquida adequada em cada momento do tempo.

A função da alocação ideal na estratégia do fundo

Para compreender o papel do módulo de alocação ideal, é importante revisar os princípios que orientam a abordagem processual sistematizada do Charles River FIF Ações ao *value investing*. Conforme explorado nas cartas anteriores, o processo de investimentos do fundo busca identificar ativos cujo valor intrínseco seja significativamente superior ao preço de mercado.

Esse processo começa com uma análise fundamentalista que procura estimar de forma conservadora o valor de cada companhia avaliada. A partir dessa estimativa, calcula-se a margem de segurança — definida como a diferença entre o valor intrínseco estimado e o preço de mercado — que representa uma camada de proteção contra a perda permanente de capital.

Ainda assim, persiste o desafio de determinar o desconto entre valor e preço necessário para a realização de um investimento. Como detalhado em nossa segunda carta, entendemos que o risco da própria companhia avaliada influencia a margem de segurança requerida. Por isso, um sistema proprietário estima, para

cada empresa analisada, uma nota de risco, refletindo, principalmente, a probabilidade de superestimarmos o valor intrínseco do ativo.

Com base na margem de segurança e na nota de risco, torna-se possível comparar a relação risco-retorno de cada ação sob um mesmo referencial analítico.

Nesse contexto, o módulo de alocação relativa — primeiro componente do sistema de alocação — busca comparar as assimetrias de risco-retorno individuais dentro do nosso universo de cobertura para definir *quais* ativos comporão o portfólio e *em que* proporção.

Para isso, são utilizadas curvas ativas e passivas, que delimitam o tamanho que uma posição deveria ter conforme seu risco e margem de segurança e o quanto esse tamanho pode variar passivamente — em decorrência de mudanças relativas de preço — antes que o sistema passe a indicar a necessidade de ajustar o tamanho da posição.

Em outras palavras, o módulo de alocação relativa estabelece, para cada ativo, uma faixa de tamanho possível — definida pelas curvas ativa e passiva. Como esses tamanhos são determinados individualmente, a soma resultante nem sempre corresponde à exposição total adequada para o portfólio. Isso ocorre porque o módulo de alocação relativa determina os *sizings* posição a posição, sem levar em conta, nesse estágio, a exposição líquida ideal do fundo.

A partir dessa constatação, identificamos a necessidade de aprimorar os nossos sistemas com o desenvolvimento do módulo de alocação ideal, que, com base em fatores de risco-retorno do portfólio como um todo, nos auxilia a determinar a exposição líquida adequada em cada momento do tempo.

Assim como todos os processos e sistemas que utilizamos, a introdução desse módulo promove a padronização da tomada de decisão e reduz a dependência de julgamentos puramente discricionários, sejam individuais ou coletivos.

Para chegarmos à parametrização atual — cujo valor demonstramos em seções anteriores — utilizamos um histórico robusto de mais de dez anos de dados detalhados do nosso portfólio e das empresas analisadas. Ainda assim, um dos grandes benefícios do módulo, inerente à aplicação processual sistematizada de *value investing*, é a possibilidade de incorporar o princípio de melhoria contínua, permitindo que ele seja aprimorado e adaptado ao longo dos próximos anos à

medida que novos dados sejam coletados. Portanto, o módulo apresentado a seguir representa a versão atual da parte de um sistema em constante evolução.

O módulo de alocação ideal na prática

O módulo de alocação ideal é, portanto, responsável por definir o nível agregado de exposição líquida. Para essa definição, ao contrário de abordagens baseadas em projeções macroeconômicas ou expectativas de curto prazo, utilizamos informações originadas do próprio portfólio, comparando o momento atual com todos os dias do nosso histórico.

Em outros termos, quanto maior o retorno potencial do portfólio e menor o risco agregado, maior tende a ser a alocação em renda variável. O inverso também é verdadeiro: quando a relação risco-retorno está em patamares inferiores, a exposição é reduzida, elevando o caixa e preservando a flexibilidade para aproveitar novas oportunidades quando essas surgirem.

Para avaliar o portfólio sob a ótica do retorno, utilizamos a margem de segurança. Embora tradicionalmente associada à proteção contra o risco de perda permanente de capital, a margem de segurança também expressa, em termos quantitativos, o potencial de retorno do portfólio. Isso ocorre porque o desconto médio entre o valor intrínseco e o preço de mercado incorpora a assimetria favorável que caracteriza as oportunidades de investimento: quanto maior a margem, maior o retorno esperado. Dessa forma, ela se torna um indicador objetivo de atratividade agregada de modo que mais margem de segurança aponta para uma alocação maior em renda variável.

Assim como na decisão do tamanho relativo de cada ativo, a escolha do nível de exposição à renda variável é pautada pela otimização da relação risco-retorno — e não apenas pela busca de retorno absoluto. Diferentemente do módulo de alocação relativa, contudo, o risco para a definição da exposição líquida ideal é avaliado de forma agregada, considerando o portfólio como um todo, e não apenas as características individuais de cada ativo. Nesse caso, decompomos o risco do portfólio entre risco sistêmico e risco idiossincrático.

Para a avaliação do risco sistêmico, as empresas do nosso universo de cobertura são classificadas de acordo com seus fatores de risco. Quanto menos correlacionados forem os ativos em nosso portfólio, menor é considerado o risco

sistêmico, e, portanto, maior deve ser a alocação em renda variável, *ceteris paribus*.

Por fim, consideramos o risco idiossincrático para definir a alocação ideal. Construímos o portfólio com um número de investimentos suficiente para diversificar os riscos, sem negligenciar a necessidade de manter, para cada empresa, uma alta compreensão e um acompanhamento constante. Entendemos que um número excessivo de posições aumenta a probabilidade de destruição de capital quando as posições não são acompanhadas de um entendimento profundo e de um nível de margem de segurança adequado.

Reconhecido esse ponto — e considerando que a margem de segurança média e o risco sistêmico são os outros elementos que influenciam a alocação ideal — quanto maior o número de posições, menor a probabilidade de um ativo específico provocar destruição de valor relevante para o portfólio e, portanto, menor é considerado o risco idiossincrático e maior tende a ser a exposição à renda variável.

A margem de segurança média e os riscos sistêmico e idiossincrático são comparados ao histórico diário de cada um desses fatores. Cada métrica gera, individualmente, uma indicação de alocação ideal em renda variável; essas três estimativas são ponderadas entre si para definir a alocação ideal. A decisão final de exposição, portanto, resulta da interação entre as métricas de risco e retorno, de modo que a alocação ideal reflita a atratividade do portfólio.

O módulo foi estruturado para que, na maior parte do tempo, o fundo permaneça entre 75% e 95% alocado. Em outras palavras, o Charles River FIF Ações costuma manter entre 5% e 25% de caixa. Esses parâmetros, entretanto, não são limites fixos. Em momentos em que identificamos maiores oportunidades, a alocação ideal pode superar os 95% e, no cenário inverso, indicar que deveríamos manter mais de 25%⁴ em caixa. Assim, a opcionalidade do caixa é integralmente preservada, visto que a alocação ideal pode, inclusive, apontar para uma

⁴ Por regulamento, a exposição a ações do fundo deve ser, no mínimo, de 67%.

exposição acima de 100%⁵ em renda variável em determinados momentos oportunos.

O módulo de alocação ideal, portanto, nos permite realizar a gestão ativa da exposição líquida em linha com os princípios de *value investing*. Além disso, sua utilização possibilita a incorporação de novas informações em tempo real. Ao unirmos esses dados a processos sistematizados, criamos a base para a realização de estudos que promovem o aperfeiçoamento contínuo e buscam a padronização da excelência — por meio da redução de ineficiências, mitigação de erros e maior consistência processual ao longo do tempo.

A montagem do portfólio

O desafio final para a construção do portfólio do Charles River FIA está na combinação dos resultados dos módulos de alocação relativa e ideal. Para isso, bandas operacionais viabilizam a gestão ativa do portfólio.

Assim como as curvas ativa e passiva representam uma faixa para o tamanho individual de cada posição, bandas em torno da alocação ideal delimitam um intervalo no qual a exposição líquida pode variar. Com isso, a soma dos tamanhos dos ativos no portfólio deve permanecer entre os limites mínimo e máximo definidos por essas bandas. Ao permitir que a alocação realizada não coincida exatamente com a ideal, as bandas reduzem a necessidade de operações excessivas, contribuindo para a otimização da relação risco-retorno do portfólio e evitando que os custos de execução comprometam os benefícios da gestão ativa da exposição em renda variável.

Quando a soma dos tamanhos individuais das posições ultrapassa os limites das bandas, ou quando enxergamos que isso pode vir a ocorrer, ajustamos os *sizings* dos ativos de forma a reconduzir a exposição líquida em direção à alocação ideal. Para isso, o módulo dispõe de uma série de medidas pré-estabelecidas, que conferem consistência e disciplina à implementação da estratégia.

Em conjunto, essas medidas formam o elo final entre a avaliação das oportunidades e a construção do portfólio, assegurando que a avaliação individual

⁵ A exposição líquida do Charles River FIF Ações é gerencialmente limitada em 120% (ou seja, alavancagem máxima de 20%). O uso de alavancagem, entretanto, é comedido e aplicado de forma pontual ao longo de nossa história.

dos ativos analisados e a gestão ativa da exposição líquida se reflitam, de maneira disciplinada, na composição efetiva da carteira.

Conclusão

Essa carta encerra a trilogia que aborda os principais conceitos da nossa maneira de investir e como os aplicamos através dos nossos processos de investimentos.

Na primeira, apresentamos a filosofia de *value investing* e como estruturamos os nossos processos para sua execução.

Na segunda, detalhamos a gestão de riscos na seleção de investimentos e a abordagem para a seleção de ativos específicos para a composição do portfólio, sob a ótica da otimização da relação risco-retorno.

Nesta, concluímos o arco ao explicar o módulo de alocação ideal e o funcionamento do sistema de alocação que orienta a montagem do portfólio.

Ao longo da trilogia, caracterizamos a nossa aplicação de *value investing* por uma abordagem processual sistematizada. Ainda na primeira carta, ressaltamos que alguns dos principais desafios da aplicação da filosofia residem no alinhamento de longo prazo e na mitigação de vieses comportamentais.

Ao adotar essa abordagem, naturalmente não presumimos ter desenvolvido um sistema que não pode ser melhorado. Pelo contrário, entendemos a excelência não como um ponto de chegada, mas como uma busca contínua por aprimoramento. A condição essencial para a preferência por uma abordagem processual sistematizada, entretanto, é a convicção de que a tomada de decisão desta forma é superior à plena discricionariedade individual ou coletiva.

Nesse caso, temos convicção de que esse método mitiga vieses comportamentais, reforça a orientação de longo prazo e permite que nossos aprendizados sejam incorporados de maneira mais eficiente ao longo do tempo ao nosso processo decisório. Assim como nos últimos quatorze anos, acreditamos que a consistência dos resultados continuará atrelada à aplicação disciplinada dos processos.

Dentro do contexto de alocação e da busca por retornos consistentes no longo prazo, realizamos o fechamento para novas aplicações do Charles River FIF Ações, no dia 28 de janeiro de 2026. Entendemos que, ao fecharmos o fundo com R\$ 1,0

bilhão em patrimônio líquido, preservamos espaço para o seu crescimento através de rentabilidade, sem pressões decorrentes de seu próprio tamanho.

Essa foi uma decisão tomada em prol dos nossos investidores, buscando garantir a plena aplicação dos processos e sistemas descritos nesta trilogia de cartas, respeitando as necessidades de liquidez inerentes ao seu funcionamento. Assim, reafirmamos o nosso compromisso com a busca por retornos consistentes no longo prazo por meio da aplicação disciplinada e sistematizada de *value investing*.

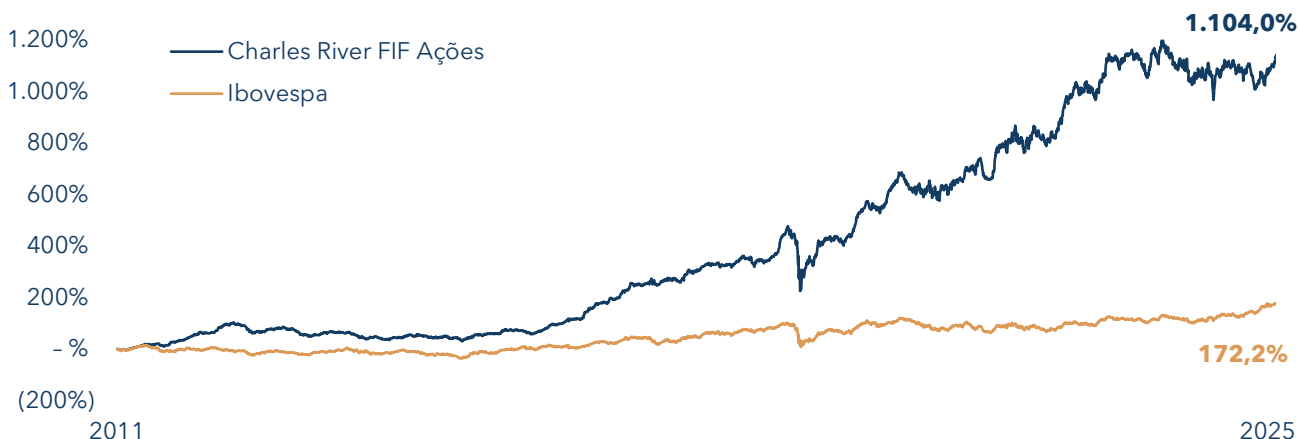
Agradecemos a confiança de nossos investidores,

Equipe Charles River Capital

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2026

Charles River FIF Ações*

Performance



Rentabilidade Acumulada

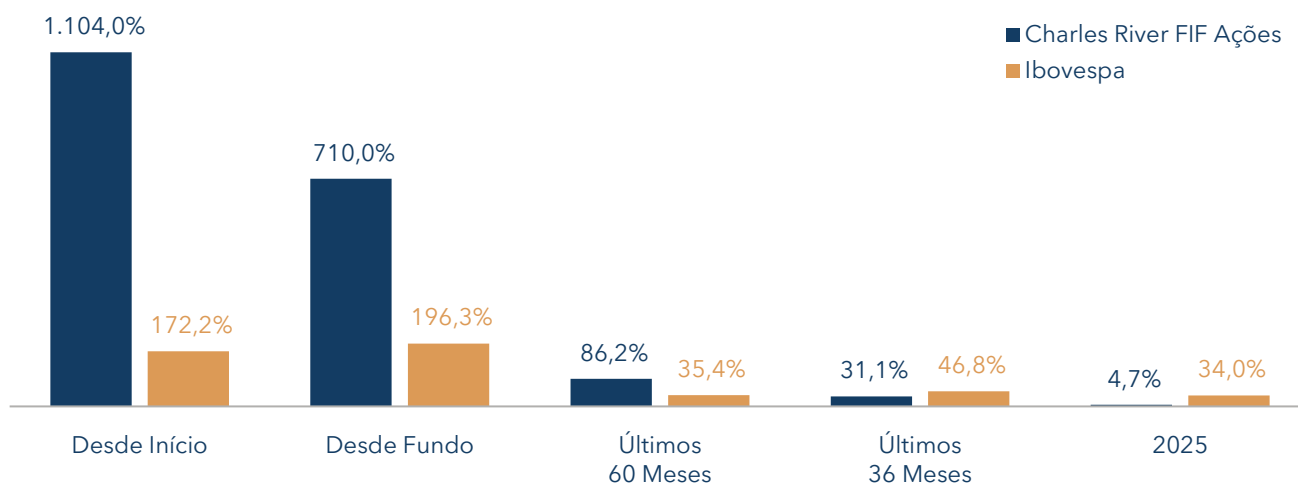


Tabela de Retornos

	Desde Início	Desde Fundo	60 Meses	36 Meses	2025
Charles River FIF Ações	1.104,0%	710,0%	86,2%	31,1%	4,7%
Ibovespa	172,2%	196,3%	35,4%	46,8%	34,0%
Excesso de Retorno	931,8%	513,7%	50,8%	(15,7%)	(29,3%)

* Dados atualizados até 31/12/2025. Charles River FIF Ações – Responsabilidade Limitada iniciou como clube de investimento em 07/11/2011 e foi transformado em um fundo de investimento em 04/11/2014. Os dados de rentabilidade referem-se à Subclasse Principal da Classe Única de cotas do Charles River FIF Ações - RL.

Histórico de Rentabilidade

		jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	ano	acumulado
2011	Charles River FIF Ações											-3,1%	2,7%	-0,5%	-0,5%
	Ibovespa											-3,9%	-0,2%	-4,1%	-4,1%
2012	Charles River FIF Ações	7,4%	6,4%	3,9%	1,5%	-5,4%	3,7%	9,4%	6,0%	8,2%	5,8%	5,0%	-0,8%	63,3%	62,5%
	Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	3,0%
2013	Charles River FIF Ações	7,9%	10,7%	2,6%	0,2%	-5,0%	-9,9%	-0,5%	0,1%	5,5%	2,4%	-0,9%	-0,8%	11,2%	80,8%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-13,0%
2014	Charles River FIF Ações	-10,6%	-4,0%	-1,0%	0,8%	4,2%	3,5%	-2,1%	1,0%	-4,7%	-7,0%	-4,5%	6,2%	-17,9%	48,3%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,1%	-8,5%	-2,9%	-15,5%
2015	Charles River FIF Ações	-4,9%	-2,8%	6,9%	-1,1%	6,0%	-3,3%	3,6%	-3,9%	-2,3%	1,6%	-2,5%	0,7%	-2,8%	44,2%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-26,8%
2016	Charles River FIF Ações	-8,8%	11,1%	6,6%	-2,5%	6,0%	0,1%	4,6%	4,9%	-1,5%	-2,6%	-5,3%	4,0%	16,0%	67,3%
	Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	1,7%
2017	Charles River FIF Ações	6,3%	8,4%	2,2%	3,6%	5,3%	1,7%	10,7%	6,1%	6,7%	2,1%	4,6%	1,7%	77,8%	197,5%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%	29,1%
2018	Charles River FIF Ações	9,9%	7,4%	0,6%	0,1%	2,6%	-2,5%	3,6%	2,3%	-3,9%	8,9%	1,7%	3,4%	38,8%	312,8%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%	48,5%
2019	Charles River FIF Ações	3,6%	0,1%	-1,1%	1,4%	0,6%	5,4%	-1,3%	-2,4%	1,4%	-0,5%	5,7%	15,0%	30,3%	438,0%
	Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%	2,4%	0,9%	6,8%	31,6%	95,4%
2020	Charles River FIF Ações	0,8%	-6,8%	-20,0%	10,7%	3,5%	11,1%	2,9%	0,5%	-3,4%	4,6%	13,6%	5,8%	20,2%	546,6%
	Ibovespa	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	-3,4%	-4,8%	-0,7%	15,9%	9,3%	2,9%	101,0%
2021	Charles River FIF Ações	-1,0%	0,7%	2,8%	10,0%	5,5%	-1,5%	-5,5%	2,6%	-3,8%	-2,7%	-0,9%	8,4%	14,0%	637,1%
	Ibovespa	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	-3,9%	-2,5%	-6,6%	-6,7%	-1,5%	2,9%	-11,9%	77,1%
2022	Charles River FIF Ações	2,3%	0,7%	5,3%	-0,2%	4,5%	-8,8%	4,1%	11,3%	-0,9%	7,4%	-1,6%	-0,4%	24,6%	818,1%
	Ibovespa	7,0%	0,9%	6,1%	-10,1%	3,2%	-11,5%	4,7%	6,2%	0,5%	5,5%	-3,1%	-2,4%	4,7%	85,4%
2023	Charles River FIF Ações	4,8%	-4,5%	-0,3%	1,4%	5,1%	9,1%	6,0%	-3,0%	2,8%	-4,6%	7,6%	7,9%	35,8%	1.146,6%
	Ibovespa	3,4%	-7,5%	-2,9%	2,5%	3,7%	9,0%	3,3%	-5,1%	0,7%	-2,9%	12,5%	5,4%	22,3%	126,7%
2024	Charles River FIF Ações	-1,1%	-0,7%	1,9%	-0,6%	-3,4%	-0,6%	3,4%	4,0%	-2,8%	-3,8%	-0,7%	-3,2%	-7,8%	1.049,8%
	Ibovespa	-4,8%	1,0%	-0,7%	-1,7%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%	-4,3%	-10,4%	103,2%
2025	Charles River FIF Ações	1,6%	-2,0%	1,1%	1,2%	2,1%	0,2%	0,7%	-1,7%	-2,1%	-0,9%	1,5%	3,4%	4,7%	1.104,0%
	Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%	2,3%	6,4%	1,3%	34,0%	172,2%

Disclaimer

O presente material tem o único propósito de divulgar informações, não devendo ser considerado como consultoria ou oferta de compra/venda de cotas de fundos de investimento geridos pela Charles River Capital; tampouco constitui o prospecto previsto na Resolução CVM nº 175/22 ou nos Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA. A Charles River Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro.

As informações aqui contidas não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os produtos apresentados podem não ser adequados para todos os investidores.

Operações com fundos de investimento podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Por esta razão, recomenda-se fortemente a leitura cuidadosa do regulamento, da lâmina de informações essenciais e do prospecto, quando disponível, do fundo antes de investir. Estes documentos estão disponíveis em www.charlesriver.com.br.

Fundos de investimento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento.

Fundos de investimento podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

Especificamente, os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Recomenda-se, portanto, cautela.

As informações aqui contidas não podem ser consideradas como afirmativas para a execução de quaisquer negócios com base nos valores ora apresentados.

Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC.

Charles River Capital e/ou seus colaboradores não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso de qualquer informação presente neste material.

Dados atualizados até 31 de dezembro de 2025. Charles River FIF Ações – Responsabilidade Limitada iniciou como clube de investimento em 07 de novembro de 2011 e foi transformado em um fundo de investimento (CNPJ: 14.438.229/0001-17) em 04 de novembro de 2014.



charlesriver.com.br

Av. Afrânio de Melo Franco, 290
Leblon, Rio de Janeiro – RJ
22430-060

ri@charlesriver.com.br

+55 21 2042 5100

