

---

# Arena Valor FIA

---

Essa é a primeira *Carta do Gestor* referente ao fundo Arena Valor FIA da Arena Investimentos.

O Arena Valor FIA é um fundo de ações *long Only* e não alavancado. Está desenhado para investidores institucionais e pessoas físicas e se destina a obter retornos associados a risco que ofereçam ganhos reais no longo prazo. Seus cotistas devem estar preparados para a volatilidade característica de fundos de renda variável. Seu desempenho será decorrente exclusivamente da qualidade das companhias investidas e do adequado controle de risco.

Nesta carta, buscamos explorar os diferenciais da nossa estratégia de investimento, levando nitidez ao nosso mandato, levantando os possíveis desafios que a equipe de gestão assumirá e explicitando a filosofia de investimento adotada para atingir os objetivos propostos.

## Ambiente Macroeconômico

A partir do Plano Real, o Brasil iniciou um ciclo de práticas de taxas de juros muito altas que inibia a atratividade de outras classes de ativos e oportunidades de retorno para investidores. Esse efeito é visto quando comparados os rendimentos robustos que a renda fixa apresentava e suas alternativas na época.

A crise experimentada em 2008 levou à adoção de estímulos monetários em magnitude sem precedentes. Hoje, em decorrência do possível caráter estrutural da inflação, já estão presentes sinais de normalização das políticas adotadas pelos bancos centrais.

Mesmo assim, a liquidez abundante em cenário de baixa inflação, que tem prevalecido nos últimos anos, levou a uma redução da

aversão ao risco em escala global. Em especial, destaca-se o financiamento de empresas via capital de risco com a aquisição de ações tanto no mercado secundário como em emissões primárias, se associando aos seus resultados no longo prazo.

No Brasil, houve um aumento do interesse no investimento em ações — resposta orgânica aos juros nominais e reais mais baixos dos últimos anos. Esse efeito é nítido ao compararmos o crescimento expressivo do número de investidores na principal bolsa brasileira B3. Em 2018 totalizaram 800 mil e, hoje, em 2021 alcançamos quase 3,8 milhões.

A maior demanda por ativos de risco está sendo acompanhada por um número crescente de empresas emitindo ações (aumento de 12.9% nos últimos 12 meses). Somado a isso, gestores de fundos de renda variável lançam produtos com acesso aos

---

## Arena Valor FIA

---

investidores de varejo via distribuição direta ou através de plataformas.

Uma resposta mais agressiva do FED poderia constituir um evento com poder de alterar a dinâmica do preço dos ativos mundialmente. Contudo, esse movimento do banco central americano só acontecerá quando houver uma mudança da percepção de que as recentes pressões inflacionárias possuem caráter conjuntural.

Esse movimento da autoridade monetária americana seria acompanhado por outros bancos centrais que teriam o poder de alterar condições de financiamento das empresas que estão acessando o mercado e a paridade entre moedas. Não deixaremos de observar, portanto, os efeitos que essa mudança de abordagem do FED trariam para o cenário de investimentos global.

### Arena Valor FIA

Embora o ambiente macroeconômico influencie o resultado das empresas, a equipe de gestão estará interessada principalmente no conhecimento dos processos geradores de valor e os riscos inerentes ao modelo de negócio. Os gestores estarão à procura de negócios com vantagens comparativas que as imunize o máximo possível dos efeitos dos ciclos econômicos. Nosso foco será em companhias administradas por gestores íntegros com os interesses dos acionistas não controladores preservados em um ambiente de boa governança.

A partir das intensas transformações na jornada dos consumidores desde os processos de originação de produtos até os canais de vendas e entregas, o desafio para os gestores em alocar capital estará em escolher quais serão as empresas vencedoras em um mercado com tamanha complexidade.

A atual abordagem para governança de uma companhia traz aos seus administradores novas atribuições e desafios. O que antes era apenas proteção dos direitos dos não controladores, hoje rege a relação com todos os stakeholders. A percepção de investidores da sociedade quanto às práticas adotadas pela companhia em diversos temas afeta o financiamento de suas operações. Os investidores estão cada dia mais zelosos com o posicionamento das companhias no ambiente ESG, com impactos relevantes na percepção de seu valor pelo mercado.

*Para nós, o desafio será acompanhar a adoção de novos protocolos ESG cujos custos de implementação sejam superados pelo valor adicionado ao negócio.*

No passado a avaliação de um negócio era decorrente de uma estimativa dos fluxos de caixa futuros que eram trazidos a valor presente pelo seu desconto a taxas de juros ajustadas aos riscos. Apesar da subjetividade intrínseca à estimativa futura da geração de caixa, o desafio hoje está mais associado em encontrar as narrativas que terão chances de se viabilizar no longo prazo.

---

## Arena Valor FIA

---

*O papel do gestor está em conectar a “história” de um empreendimento com o processo de modelagem do negócio.*

Este será um verdadeiro desafio já que há um aumento da subjetividade nas estimações dos modelos de análise, decorrente das incertezas provocadas pelas transformações tecnológicas.

Para as empresas da era digital o valor de um negócio não está mais restrito às métricas tradicionais. Hoje, este está associado às variáveis como custo de aquisição de *leads* e clientes, *lifetime value*, capacidade de fidelização de seus assinantes, taxa de abandono (*bounce*), *churn*, recorrência da receita, frequência de uso, taxa de conversão, tráfego, existência do efeito rede no modelo de negócio, etc. Além de um olhar mais atento para construção e coordenação de estratégias consistentes de marketing e *branding* — fator esse que pode influenciar no rápido ganho ou perda de valor de uma empresa.

Temos visto muitas empresas acessando o mercado diante da oportunidade oferecida por investidores ávidos por *yields* num ambiente de baixa aversão a risco e liquidez abundante. Algumas com valuations “robustos” suportados por histórias de crescimento exponencial da base de clientes que eventualmente se traduzirá em geração de caixa.

Há muito tempo investimos em companhias vencedoras em seus setores de atuação, mas estaremos atentos à chegada de novas tecnologias e modelos de negócios que poderão alterar nosso sentimento quanto ao novo cenário concorrencial de uma empresa ou setor. Abordagens inovadoras, com o uso intensivo de novas ferramentas de *tracking* da experiência dos clientes oferecerão boas oportunidades de alocação dos recursos sob nosso mandato.

Por princípio, não somos avessos a qualquer companhia ou negócio. Mas nossa disciplina na alocação de capital será uma ferramenta útil na avaliação de empresas com expectativa de geração de caixa em um futuro distante. As estimações de valor para companhias com modelos de negócios neste novo cenário poderão apresentar riscos indesejáveis para a equipe de gestão.

*Não será incomum que algumas boas oportunidades de alocação com valorização expressiva não sejam percebidas pela gestão quando avaliadas ex post.*

Neste ambiente de incertezas a equipe de gestão dedicará seu tempo a investigar onde poderá haver assimetrias na percepção de valor de um negócio e o seu preço estimado pelo mercado. Estamos preparados para que nossas teses de investimento ofereçam o retorno esperado no longo prazo e isto requer, além de nossa disciplina, um alinhamento com nosso passivo para melhor compreensão da natureza de nosso mandato.

## Arena Valor FIA

Não estaremos nos dedicando a estratégias de investimento que nos afastem do trabalho diligente de conhecimento dos processos geradores de valor das companhias sob análise. Não teremos a pretensão de antecipar algum movimento de mercado e, por consequência, não esperamos que o desempenho do fundo seja dependente de uma hiperatividade de *Market Timing*.

Apesar de estarmos confiantes no desempenho de nossas companhias investidas, não consideramos nenhuma tese atual de investimento imune aos efeitos dos eventos disruptivos cada vez mais frequentes e intensos. A equipe de gestão deverá avaliar como o novo ambiente de cada setor afetará o valor implícito das companhias de nosso interesse.

O Arena Valor FIA, portanto, é um veículo de investimento de longo prazo. Nosso horizonte de investimento é um importante aliado ao permitir que os retornos do capital investido das companhias (ROIC) superiores aos seus respectivos custos de capital (WACC) representem fonte expressiva de geração de valor. Esperamos, ao longo desse processo, educar o nosso investidor para compartilhar conosco as mesmas preocupações quanto aos fatores determinantes dos resultados das companhias investidas. A rigor temos certa dificuldade de compreender o que seja uma “carteira recomendada mensal” e outras estratégias de investimento com objetivos de curtíssimo prazo por reconhecermos a aleatoriedade inerente ao comportamento dos preços dos

ativos quando observados com esse horizonte de tempo. Reconhecemos, entretanto, que as diversas abordagens que levam os investidores aos mercados são responsáveis pela necessária liquidez e formação de preços dos ativos.

Nosso trabalho se resume a uma procura diligente de assimetrias a nosso favor entre as diferentes avaliações das companhias apresentadas pelo mercado. Nosso caso se assemelha ao de uma moeda com pequeno desequilíbrio. Apenas se jogarmos um número suficiente de vezes deixaremos que seu viés se manifeste enquanto em poucas tentativas nada poderemos inferir quanto ao seu desequilíbrio original. Tratamos as oscilações de mercado como ruídos que o *long run* será capaz de desconsiderar e apresentar a convergência entre valor e preço procurada pela equipe de gestão.

### Transformações no ambiente concorrencial

Um exemplo do desafio dos gestores é a evolução recente das companhias provedoras de serviços financeiros. Durante muito tempo fomos acionistas de um grande banco privado cujos resultados contribuíram para o desempenho de nossa posição no mercado doméstico. Dos cinco negócios do setor de serviços financeiros geradores de receitas (Tesouraria, tarifas, banco de investimento, crédito e gestão de recursos) praticamente todos estão, em níveis variados, sendo ameaçados por novas empresas que têm modificado o ambiente concorrencial,

## Arena Valor FIA

forçando os grandes bancos nacionais a implementarem estratégias com o uso intensivo de novas tecnologias. Em um passado não muito distante todo o relacionamento entre clientes e provedores de serviços financeiros passava inexoravelmente por uma agência física. A rede de agências dos grandes bancos representava uma sólida barreira de entrada a possíveis novos concorrentes.

Hoje, novas empresas oferecem uma experiência aos usuários de serviços financeiros com uma abordagem inovadora em um ambiente completamente digital, retirando a necessidade do “presencial” na relação entre clientes e provedores. Bancos digitais com crescimento exponencial de sua base de clientes incorporam novos produtos à sua rede virtual ao mesmo tempo em que plataformas que já alcançaram escala começam a oferecer produtos de banco comercial antecipando o que pode se transformar num sistema completamente aberto como projetado pelo *Open banking*, em implementação pelo Banco Central.

Em uma primeira onda, a chegada de *fintechs* na indústria de meios de pagamentos representou uma disrupção no modelo anterior dos cartões de crédito como produto exclusivo de grandes bancos. Agora o mercado está presenciando o aparecimento de meios próprios de pagamentos originados por grandes empresas. Visto anteriormente como produto e fonte relevante de receita para algumas empresas, o desenvolvimento de meios de pagamentos proprietários se

transformou rapidamente em ferramenta de gestão do relacionamento com os consumidores.

As grandes empresas podem originar produtos antes disponíveis apenas nos bancos tradicionais ao conhecer o fluxo de caixa de seus clientes e fornecedores. O valor do negócio está agora nos dados fornecidos pelos consumidores ao se utilizarem do meio de pagamento.

A evolução da relação de consumidores e provedores de serviços financeiros poderá prescindir da antes necessária “bancarização”. Segundo dados do Instituto locomotiva de janeiro de 2021, o Brasil teria 21% da população sem conta em banco ou com movimentação inexistente. Mas, o país tem algo como 230 milhões de celulares ativos! Se a “janela” de acesso a serviços financeiros migrar ao longo do tempo para aplicativos de celulares estaremos diante de um oceano de oportunidades para muitas ideias inovadoras e, pela primeira vez em décadas, a relação entre consumidores e seus provedores de serviços não exigirá a participação de bancos. Pelo menos não com o desenho anterior. Todo o ecossistema estará sob efeito da aceleração dessas transformações e, para os gestores, a escolha do modelo de negócio vencedor estará cada dia mais complexa.

A forma como o mercado de meios de pagamento se transformou em apenas alguns poucos anos é exemplo eloquente do desafio para a alocação de recursos com pretensão de obter retornos consistentes no horizonte de

---

## Arena Valor FIA

---

longo prazo. São inúmeros os casos de companhias que, após anos de dominação de seu mercado, assistiram à chegada de competidores com modelos completamente diferenciados obrigando, quando ainda possível, a um ágil processo de reinvenção e transformação de sua cultura.

Nossa abordagem como investidores em setores menos dinâmicos e com menor atividade de consolidação via aquisições como, por exemplo, as empresas produtoras de commodities, procura entender como seus processos operacionais podem representar uma vantagem competitiva aliada à qualidade de seus ativos. Não tentaremos antecipar super ciclos de preços ou eventuais desequilíbrios entre oferta e demanda de determinada *commodity*. Preferimos nos concentrar nos diferenciais relativos da companhia dentro da indústria como estrutura de capital prudente, logística superior, *enforcement* da gestão ambiental e outros processos sob poder discricionário do *management* da empresa.

A equipe de gestão destaca como exemplo a especial atenção que dedicamos à dinâmica das companhias produtoras de Petróleo. Nosso nível de convicção em relação aos retornos da indústria aumentará quando as incertezas decorrentes de um ambiente crescentemente hostil aos impactos ambientais associados ao Petróleo e seus derivados forem mitigadas. Estaremos, durante um bom tempo, com uma alocação *short* no setor em relação à sua participação no principal índice de ações brasileiro

(Ibovespa). Temos ainda uma preocupação adicional com a governança da principal empresa do setor no mercado doméstico. Embora reconheçamos os avanços recentes implementados pelos gestores da companhia, o seu controlador, a União, pode dar, em nosso entendimento, uma maior contribuição para a preservação dos interesses de seus sócios privados. Qualquer ingerência na gestão de companhias sob controle da União com sócios privados representa uma fonte de risco adicional, com reflexos na percepção de valor pelo mercado.

### Arquitetura de gestão e distribuição no Brasil

Para a indústria de gestão de recursos e distribuição, os anos recentes foram marcados pela chegada das plataformas de investimentos e os AIs. Assim como antigos originadores de conteúdo na indústria de entretenimento passaram a prover via *streaming* as plataformas de distribuição com alcance global (Netflix, Amazon Prime, Disney etc.), os originadores de produtos financeiros, como gestores de fundos, também poderão acessar uma base maior de clientes através da estrutura de distribuição de plataformas de investimento e seus assessores de Investimentos.

O regulador aumentou a nitidez do papel de cada entidade participante do sistema e a estrutura desenhada permitiu que os gestores se concentrassem exclusivamente no cumprimento do seu mandato, entregando

## Arena Valor FIA

---

retornos associados a risco compatíveis com as expectativas das estratégias adotadas.

Embora o desenho de incentivos para distribuidores, gestores e assessores de investimento ainda esteja em evolução, a

estrutura atual representa uma transformação importante na oferta de produtos financeiros e na democratização do acesso do investidor de varejo a fundos antes disponíveis apenas a investidores qualificados.

São muitos os temas relevantes para nosso universo de alocadores de recursos e para os investidores. Ao longo do tempo trataremos daqueles que consideramos relevantes em nossas “Carta do Gestor”. Procuramos assim compartilhar a nossa visão com nossos clientes e prospectivos. Equipes longevas, com disciplina na execução do mandato e perfeitamente alinhadas com seus cotistas serão diferenciais importantes na construção do fundo Arena Valor FIA.

*Mauricio Pedrosa,  
Gestor*