

Prezado sócio,

Antes de começar essa carta, gostaríamos de agradecer a todos os nossos clientes pela confiança depositada em nosso trabalho ao longo de mais um ano e também aos nossos colaboradores por todo o esforço e empenho em 2019.

Chegamos ao fim da década mais lúcidos e perspicazes e estamos olhando com ânimo redobrado para os próximos 10 anos.

O fundo que lançamos ano passado, o L2 International Opportunities Fund, focado no mercado de urânio, foi um sucesso e está entre os maiores do mundo no seu nicho – isso com a base de clientes de brasileiros somente.

O sucesso desse fundo e dos nossos portfólios nos fez lançar um produto diferente, que estará disponível já no começo de 2020, um ETP (Exchange Traded Product). Esse veículo terá como foco oportunidades em geral no mercado internacional. A ideia é aproveitar oportunidades no âmbito global, no qual o Brasil é considerado apenas como um dos mercados elegíveis, e investir em ativos que consideramos ter uma excelente relação risco x retorno.

Nosso grande foco no momento, e sobre o qual temos um conhecimento bem acima da média, é o investimento em urânio. Acreditamos que a relação risco x retorno desse investimento seja muito superior a de qualquer outro que já tenhamos analisado e, por isso mesmo, temos nos concentrado muito nessa tese.

Participamos ativamente do setor de urânio de diferentes maneiras: entrevistas na televisão em canais especializados (última entrevista pode ser vista [aqui](#)), artigos em jornais e blogs, podcasts, etc. Além disso, nosso gestor participou da maior conferência de urânio do mundo como palestrante (vídeo disponível [aqui](#)), na Austrália, e também da WNA (World Nuclear Association), em Londres.

Conversamos com vários players do setor em todo o mundo, incluindo compradores, mineradoras, traders, geólogos, engenheiros nucleares e executivos, e nossa visão se fortaleceu ainda mais. Realmente, ninguém está prestando atenção e, exatamente por isso, enxergamos um excelente potencial de ganho para investidores com paciência e diligência.

Não descreveremos novamente os pormenores da tese, dado que já o fizemos algumas vezes ao longo do ano que se passou, mas vale a pena recapitular a ideia geral. O investimento em urânio é um investimento em uma commodity utilizada na produção de energia limpa, barata, segura e confiável; não tem um substituto, está muito perto das mínimas históricas e o custo de produção é quase duas vezes o seu preço de venda atual – quando isso ocorre, existem somente duas saídas: ou o preço sobe ou acaba a produção da commodity. Acreditamos piamente que o preço deva subir (e muito).



Além disso, os compradores finais, as utilities que operam os reatores nucleares, são praticamente indiferentes ao preço que pagam pelo combustível; a demanda está aumentando a olhos vistos e a oferta está sendo reduzida a taxas alarmantes. Para se ter uma ideia, em 2018 foram produzidos cerca de 140 milhões de libras de urânio e consumidos cerca de 190 milhões. Já há um enorme déficit entre produção e consumo, que deve ser ainda maior em 2019, e acreditamos que um ajuste deva ocorrer para reconduzir o setor ao equilíbrio.

Esse ano foi um pouco atípico para nós. Normalmente fazemos 2 ou 3 investimentos por ano (se isso), mas em 2019 fizemos um pouco mais. Tivemos bons acertos no lado long (comprado) e short (vendido), assim como erros. Aprendemos com esses e seguimos em frente. Entre os nossos acertos na parte long, podemos mencionar o posicionamento em metais preciosos, que tiveram uma boa valorização em 2019. Também dignas de menção foram as posições em IMF (<http://l2capital.com.br/en/imf/>), FUNO (<http://l2capital.com.br/pt/funo-again/>), General Electric (GE) e indústria naval (<http://l2capital.com.br/pt/industria-naval/>). Na parte short, nosso grande acerto foram as puts de Tesla (<https://twitter.com/malopez1975/status/1155033834506743810>), que recomparamos em julho, com um tremendo ganho. Estamos revisitando o caso e talvez abramos a posição mais uma vez. No lado negativo, sofremos com o short de momentum (MTUM) – queríamos ter um hedge para as posições long que tínhamos e achamos, na época, que as ações que compõem essa ETF teriam adversidades.

Nossas posições em Brasil que merecem destaque foram a em NTN-Fs 2029 e a em fundos imobiliários, especialmente a em uma emissão de BCFF11, com alta retumbante em apenas 40 dias. Como já dissemos, não focamos em Brasil e olhamos para o país como apenas mais um local para investir. Mesmo assim, nossas carteiras locais entregaram resultados sólidos, bem acima do benchmark, graças ao fechamento da curva de juros locais e à nossa estratégia de concentração.

Comentamos no ano passado que não tínhamos uma visão para o dólar esse ano, mas que recomendávamos a todos que tivessem uma parte do patrimônio dolarizado. Isso não somente por causa da diversificação da moeda, mas também no intuito de possibilitar a captura de boas oportunidades no mercado internacional. Seguimos com a mesma visão para 2020.

Os riscos que enxergávamos no ano passado continuam por aí e todos foram criados e exacerbados por um denominador comum: a baixa (ou negativa) taxa de juros nas economias desenvolvidas, que causou distorções profundas no mercado financeiro e fomentou todo tipo de investimento absurdo.

Para mencionar alguns, podemos olhar para o Bitcoin (criptomoedas em geral), que voltou a subir em 2019, após o crash de 2018. Falamos bastante sobre as criptomoedas no passado e, sem adentrar os detalhes, continuamos não vendo valor nelas, muito embora sejam conceitualmente interessantes.

Além das homéricas bolhas que todos insistem em ignorar nos fundos passivos e nas dívidas corporativas, poderíamos salientar mais uma: a bolha dos fundos de private equity e de venture capital.



O mundo inteiro parece ter se convencido de que risco é volatilidade e então estão correndo dessa última (volatilidade) como se fosse o primeiro (risco). Há uma divergência enorme entre as duas coisas e preferimos uma abordagem mais prática, que remete o conceito ao seu sentido mais puro e original. Entendemos risco como a chance de se perder dinheiro no longo-prazo. Os participantes parecem estar viciados em mensurar e perceber o risco tão somente como uma medida estatística de volatilidade, como se ambos fossem intercambiáveis ou sinônimos, em vez de um mero proxy matemático. Estamos em um período de volatilidade historicamente baixa, mas, nem por isso, os riscos podem ser considerados desprezíveis. Muito pelo contrário, aliás.

Assim, tem havido uma clara predileção por fundos passivos e de private equity/venture capital como se esses fossem veículos de altos retornos combinados com baixo risco. Acreditamos estar em estágios bem avançados nessa bolha – o “poster child” dessa mania provavelmente será a compra da Walgreens Boots Alliance Inc. pela KKR, anunciada há poucas semanas. O negócio, se realmente se concretizar, será o maior da história, avaliado em pelo menos US\$70 bilhões – sendo, como esperado, majoritariamente bancado com dívida.

Por que um investidor preferiria ter ações da Walgreens dentro de um fundo de private equity e não na bolsa de valores diretamente? Na nossa opinião, simplesmente para suprimir a volatilidade e aproveitar as baixas taxas de juros. Dentro de um fundo de private equity, as ações da empresa seriam avaliadas de acordo com um modelo, mostrando um crescimento anual com baixíssima dispersão – embora o risco de uma empresa com uma dívida desse tamanho seja intrinsecamente alto.

Apenas como referencial histórico, no emblemático ano de 2007 a mesma KKR liderou a maior transação de buyout de até então, na qual a empresa de energia TXU Corp foi comprada, com cifras girando em torno dos US\$30 bilhões. A propósito, o negócio entrou com pedido de falência em 2014. Em 1988 o negócio também não foi muito diferente, quando a própria KKR comprou a RJR Nabisco, na época, a maior compra alavancada do mundo – fato esse que rendeu até um livro, muito bom, por sinal, intitulado “Barbarians at the Gate”.

Fundos de pensão no mundo inteiro, com metas atuariais bem superiores às atuais taxas de juros, são obrigados a investir em países e empresas que nem sequer cogitariam há poucos anos. Isso impulsiona ainda mais os fundos de private equity e de venture capital, que conseguem captar recursos como ninguém.

Parece-nos, assim, que os investidores estão tentando pegar moedinhas à frente de um trator, tomando cada vez mais risco em troca de incrementos de rentabilidade. Graças às constantes e sucessivas intervenções dos bancos centrais, vários participantes estão desatentos aos riscos. Longos períodos de baixa volatilidade e baixíssimas taxas de juros estão empurrando investidores no mundo todo a modelar risco com uma abordagem puramente estatística, em vez de usar uma pitada de bom senso. Vimos o que pode acontecer quando algo dá errado (alô, Argentina!).



Nesse contexto, não há como não mencionar o SoftBank. O conglomerado japonês, liderado pelo controverso Masayoshi Son, é o representante-mor dessa fase de maus investimentos. Após grandes e desastrosas empreitadas em empresas como a Uber, o Fundo Vision alcançou novos patamares com o investimento na WeWork. Já escrevemos sobre ~~essa fraude~~ esse mau investimento antes e, mesmo sem entrar nos detalhes, é importante tentar entender o motivo pelo qual o gigante japonês despejou (e despeja) tanto dinheiro em empresas que não dão lucro.

Entendemos que o objetivo de Masayoshi Son seja o de criar empresas monopolísticas, que perdem dinheiro constantemente praticando preços insustentáveis, em nome da “disrupção”, até eliminar a concorrência – depois disso, elas ficam livres para aumentar o preço até onde desejarem. Existem muitas falhas nesse modelo e aqui não é o lugar para discorrer sobre elas, mas o fato é que observamos investidores correrem para esse tipo de fundo, que investe em empresas que estão crescendo (e certamente vão crescer mais – afinal, qual empresa não cresce vendendo seus produtos e serviços abaixo do custo?) e cuja precificação é feita por um modelo, não pelas forças de mercado.

Enquanto isso, o mundo continua com riscos e fontes de instabilidade abundantes, a começar pela Grécia, país altamente endividado, no qual ninguém mais presta atenção e cujos títulos de 10 anos já estão com taxas menores que as dos títulos americanos comparáveis. Espanha e Itália lidam com problemas bancários sérios e com tensões envolvendo alguns grupos separatistas. O Brexit pode voltar a ganhar força em 2020, após as eleições no Reino Unido. O Deutsche Bank, que, segundo o FMI, representa o maior risco sistêmico financeiro, com uma posição em derivativos 8x maior que o PIB alemão. As idas e vindas da guerra comercial entre EUA e China. As tensões entre as Coreias. As tensões entre EUA e Rússia, com ramificações na Síria, Ucrânia e Irã. Bolhas imobiliárias enormes na Austrália e Canadá. Problemas de liquidez e endividamento na China. O endividamento japonês e o domínio do BoJ nos mercados acionário e de bonds do país. O Oriente Médio e suas rusgas. Já falei sobre todos esses com maior ou menor profundidade em vários posts e artigos durante o ano, contudo, há um em especial que ainda não explorei: o de um possível melt-up.

Uma série de notícias ruins inundou os mercados e praticamente todos os analistas esperavam um crash, especialmente após o último dezembro, quando os índices de ações mundiais derreteram. E o que aconteceu? Os bancos centrais imprimiram mais dinheiro, reduziram ainda mais as taxas de juros e a bolha voltou a se inflar. Diante disso, um risco que vale a pena mencionar é um melt-up dos mercados, caso mais estímulos sejam injetados. É também válido atentar às ações do Deutsche Bank – o mundo inteiro agora está pessimista com relação ao gigante alemão e, como sempre dizemos, quando todos estão do mesmo lado do barco, ele tende a virar. O Deutsche Bank pode surpreender esse ano.

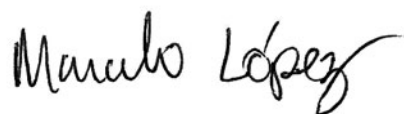
Como é sabido por todos, gostamos de investir onde vemos valor e onde a relação risco x retorno seja extremamente favorável. Já abordamos o caso do urânio, nossa maior aposta para os próximos anos, mas também merece menção o setor de transporte marítimo. Esperamos forte valorização de algumas ações de empresas de shipping devido a fatores como baixo múltiplo, valor bursátil abaixo do NAV, maior preço do frete naval dos últimos 7 anos e a impactante IMO-2020, sobre a qual escrevemos [aqui](#).



Por fim, recomendamos prudência e diligência a todos no início da nova década. Os últimos 10 anos foram extremamente favoráveis para todos os investidores e a experiência sugere que isso será diferente nos próximos 10.

Queríamos agradecer mais uma vez a todos e desejar-lhes um feliz 2020, repleto de alegrias, saúde, paz, sucesso e prosperidade.

Cordialmente,



L2 Capital Partners

