

Aula 13

Bibliografia: Apresentação

Cláudio R. Lucinda

FEA-RP/USP



Objetivos da Aula

1 Escolas de Investimento



Objetivos da Aula

1 Escolas de Investimento

2 Value Investing



Objetivos da Aula

- 1 Escolas de Investimento
- 2 Value Investing
- 3 Growth Investing



Quem é um investidor em valor?

- A Definição Condicional: Um investidor em valor é aquele que investe em ações com baixa razão preço/valor patrimonial ou baixo preço/lucro
- A Definição Genérica: Um investidor em valor é aquele que paga um preço que é inferior ao valor dos ativos atualmente existentes de uma empresa



As diferentes faces do investimento em valor

- **Passive Screeners:** seguindo a tradição de Ben Graham, você selecionaria as ações que possuem as características que identificariam ações sub-valorizadas. Os exemplos incluem baixos índices PL e P/BV.
- **Contrarian Investores:** são os investidores que colocam dinheiro em empresas que os outros desistiram, seja porque eles foram mal no passado ou porque as suas perspectivas são ruins
- **Activist Value Investors:** Estes são os investidores que investem em empresas mal geridas, mas tentam mudar a forma pela qual estas empresas são geridas



O Passive Screener

- Esta abordagem pode ser traçada às origens de Ben Graham, e seus filtros para encontrar as ações sub-valorizadas.
- Nos últimos anos, estes filtros foram refinados e ampliados



Filtros de Ben-Graham

- 1 PL da ação tem que ser menos que o inverso do YTM para títulos corporativos AAA
- 2 PL da ação tem que ser menos do que 40% da média ao longo dos últimos 5 anos.
- 3 $DY >$ dois terços do YTM para títulos corporativos AAA
- 4 Preço $<$ dois terços do Valor Patrimonial
- 5 Preço $<$ dois terços dos Ativos Correntes Líquidos
- 6 Razão D/PL $<$ 1
- 7 Dívida $<$ dobro dos Ativos Correntes Líquidos
- 8 Crescimento histórico no LPA (ao longo dos últimos 10 anos) $>$ 7%
- 9 Não mais de dois anos de lucros negativos ao longo dos últimos 10 anos



Contrarian Value Investing: Comprando os Losers

- Neste tipo de abordagem ao investimento, você começa com a proposição que os mercados reagem exageradamente a notícias ruins e boas.
- Desta forma, as ações que possuem notícias ruins sobre elas (redução dos lucros, negócios que deram errado) estão provavelmente baratas



Evidência que os Mercados Exageram em anúncios

- Estudos que olham os retornos de mercado em longos períodos documentam a existência de uma forte correlação serial negativa – ou seja, anos bons são mais provavelmente seguidos por anos ruins do que anos bons (e vice versa)
- Em ações individuais existe o mesmo efeito.

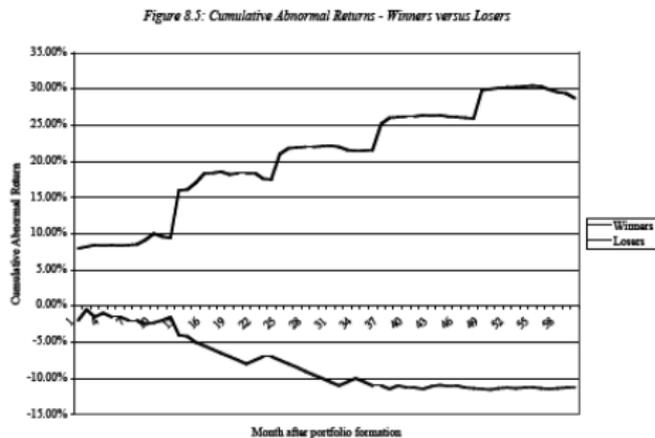


Vencedores e Perdedores

- Uma vez que existe evidência que os preços se reverterem no longo prazo para mercados inteiros, pode valer a pena examinar se tais reversões ocorrem dentro de tipos de ações em um mercado.
- Por exemplo, as ações que subiram mais no período anterior são as que caem mais agora e vice-versa?
- DeBondt e Thaler - construíram uma carteira de 35 ações, que foram as que cresceram mais no ano anterior (ano a ano) e uma outra com as 35 ações que mais caíram no ano anterior (fizeram isso entre 1933 e 1978).
- Eles examinaram os retornos nos sessenta meses após a criação desta carteira.



Resultados



Value Investing Ativista

- Um investidor em valor ativista, após comprar uma participação em uma empresa “subvalorizada” que é também “mal-gerenciada”, força a gestão a adotar mudanças que liberem este valor. Por exemplo, se o valor da empresa é menor do que as suas partes componentes.
 - Forçar a separação da empresa
- Se a empresa é muito conservadora na dívida
 - Forçar maior alavancagem e recapitalização
- Se a empresa está acumulando muito caixa
 - Forçar maior dividendo
- Se o problema está com a gestão
 - Forçar uma mudança na gestão ou ser comprada
- Se existem mudanças com a fusão ou aquisição
 - Forçar para a venda



Conclusão

- Esta linha de ação vem de muitas formas
 - Existem filtros que parecem que levam retornos excedentes ao longo de períodos longos. Não é claro se estes retornos excedentes são realmente anormais, o retorno para ter um prazo mais longo ou apenas o retorno adequado por um risco que não foi medido adequadamente
 - Existem investidores em valor “contrarian”, que tomam posições em companhias que vão mal em termos de preços de ações e/ou adquiriram reputações de companhias “ruins”.
 - Existem investidores em valor ativistas, que compram participações em companhias mal gerenciadas e, por meio destas participações forçam mudanças na gestão das empresas.



Growth Investing

- Temos duas definições de *Growth Investing*:
 - Definição Convencional: Um investidor que compra empresas com altos índices P/L ou altos índices P/BV
 - Definição Genérica: Um investidor que compra empresas quando o valor do potencial de crescimento está subestimado. Em outras palavras, tanto Value Investors quanto Growth Investors querem comprar ações baratas. A diferença está em aonde eles acreditam que estas barganhas se encontram



Growth Investing - Tipos

- O Investidor em *Small Caps*: A forma mais simples de se investir em crescimento é escolher companhias menores em termos de capitalização de mercado, esperando que estas companhias sejam de alto crescimento e que o mercado esteja subestimando o valor do crescimento nestas empresas.
- O investidor de IPO: Espera-se que empresas que fazem abertura de capital sejam menores e de maior crescimento.
- O Passive Screener: Assim como no caso de Value Investing, o investidor passivo em crescimento pode usar filtros, como baixos P/L em relação ao crescimento esperado, persistência nos lucros, para escolher ações.
- O investidor ativista em crescimento: eles se posicionam em jovens companhias de crescimento, quando ainda estão com o capital fechado e tem um papel ativo não apenas em como estas empresas são gerenciadas, mas em como e quando elas vão ao mercado.



Small Cap Investing

- Uma das estratégias mais comumente utilizadas em termos de investimento em crescimento com uma abordagem passiva é a de investir em empresas de baixa capitalização.
- Existe muita evidência que apóia esta estratégia, ainda que não seja claro se estes retornos adicionais são de fato “excedentes”.



Investindo em IPO:

- Nos Estados Unidos, o retorno médio inicial em uma amostra de 13.308 IPO's foi de 15,8%. No entanto, aproximadamente 15% dos IPO's geram retornos negativos
- Os IPO's em que o preço de oferta é revisado para cima antes da abertura de negociação tem maiores chances de gerar retornos negativos do que aqueles em que o preço de oferta é revisado pra baixo.



Investindo em IPO:

Table 9.1: Average Initial Return – Offering Price Revision

<i>Offering price</i>	<i>Number of IPOs</i>	<i>Average initial return</i>	<i>% of offerings underpriced</i>
Revised down	708	3.54%	53%
Revised up	642	30.22%	95%



Passive Screener:

- No passive screening, você procura por ações que possuam características que você acredita que permitam identificar empresas onde o crescimento está mais sub-avaliado.
- Filtros tradicionais são a razão do P/L pelo crescimento – conhecida como razão PEG e o crescimento dos lucros ao longo do tempo – chamada de momento dos lucros.



Growth Investing Ativista

- Os primeiros fundos de *Venture Capital* surgiram nos anos 50. Um dos primeiros foi a American Research and Development que forneceu dinheiro para a fundação da Digital Equipment
- Os segundos foram os fundos de compra alavancada que surgiram nos anos 80, em que usavam grande quantidade de dívida para comprar empresas negociadas em bolsa e torná-las privadas.
- Fundos de Private Equity reúnem a riqueza de investidores individuais e investem em empresas fechadas que tem potencial. Isto permitiu que os investidores invistam em empresas fechadas sem nem abandonar a diversificação nem ter que assumir um papel ativo na gestão destas empresas. Fundos de pensão e investidores institucionais, atraídos pelos altos retornos, tem partes dos seus investimentos em PE



Investindo em VC

- Conseguir o interesse dos investidores: O primeiro passo para uma empresa conseguir investimento em PE é conseguir o interesse do fundo. A capacidade neste ponto depende do negócio em que está e o histórico de desempenho dos gestores desta empresa.
- Valuation e avaliação do retorno: Estes fundos costumam prever os lucros da empresa em um ano futuro, quando a companhia se tornaria pública. Eles multiplicam este valor por um múltiplo esperado para conseguir o valor terminal (ou de saída). Este valor é trazido ao dia presente por uma taxa de retorno alvo, que mede o que os investidores acham adequado, dado o risco que estão expostos.



Investindo em VC (II):

- Estruturando o negócio: dois fatores são importantes
 - Em primeiro lugar, o investidor tem que determinar qual é a participação na empresa, em troca do valor investido.
 - Em segundo lugar, o investidor coloca restrições sobre como é a gestão da empresa em que o investimento está sendo feito, para assegurar que os investidores estão protegidos e possuem voz sobre as decisões da empresa.



Gestão Após o Negócio:

- Gestão após à entrada do sócio: Depois de se tornar sócio, o investidor PE frequentemente toma um papel ativo na gestão da empresa. Os investidores não apenas trazem a capacidade gerencial em áreas que podem ser fracas na gestão atual, mas também uma rede de contatos que pode trazer mais capital e negócios para a empresa.



Gestão Após o Negócio (II):

- Saída. Existem três formas pelas quais o investidor PE pode lucrar com um investimento em uma empresa:
 - A saída geralmente mais lucrativa é por meio de um IPO da empresa. Ainda que eles não vendam toda a participação no momento da abertura, eles podem vender pelo menos uma parte nesta negociação
 - A segunda é vender o negócio para outra empresa; a outra empresa pode ter razões estratégicas ou financeiras para a aquisição.
 - A terceira é retirar os fluxos de caixa da firma e liquidá-la ao longo do tempo. Isto pode não ser adequado para uma empresa de alto crescimento, mas pode fazer sentido se os investimentos da empresa não geram retornos excedentes.

