

Aula 14

Bibliografia: Apresentação

Cláudio R. Lucinda

FEA-RP/USP



Objetivos da Aula

- 1 Growth Investing
 - Investidor de IPO
 - Passive Screener
 - Growth Investing Ativista



Objetivos da Aula

- 1 Growth Investing
 - Investidor de IPO
 - Passive Screener
 - Growth Investing Ativista
- 2 Market Timing





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

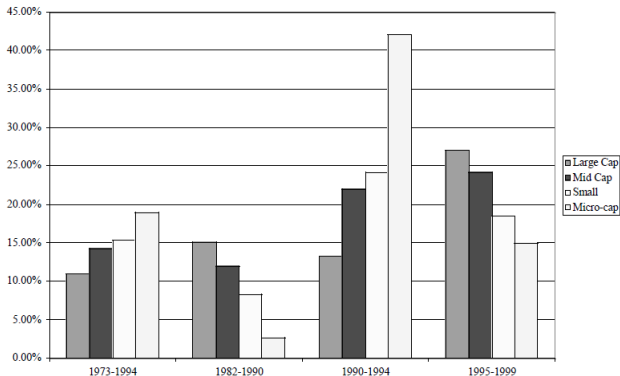
- Uma das estratégias mais comumente utilizadas em termos de investimento em crescimento com uma abordagem passiva é a de investir em empresas de baixa capitalização.
- Existe muita evidência que apóia esta estratégia, ainda que não seja claro se estes retornos adicionais são de fato “excedentes”.





Small Cap Investing (III):

Small Cap Effect over Time



Small Cap Investors:

- Os custos de transação de se investir em ações de baixa capitalização costumam ser muito mais altos do que os custos de transação associados com o investimento em ações maiores, e os prêmios mostrados no slide anterior são antes destes custos.
- No entanto, a diferença de custos de transação não costuma ser suficiente para explicar a magnitude deste diferencial ao longo do tempo e pode ser menor caso se tenha um horizonte maior de investimento.
- No entanto, nem sempre se consegue replicar este investimento por meio de estratégias.



Possível Explicação

- Uma possível explicação para este tipo de retorno excessivo pode ser um prêmio de risco não capturado adequadamente.
- Ou seja, o CAPM pode não ser o modelo mais adequado para o risco, sendo que os betas estimados subestimam o risco verdadeiro de ações de baixa capitalização. Neste caso o prêmio para ações de baixa capitalização pode ser, na verdade, uma medida da incapacidade do beta em capturar o risco.



Possível explicação (II):

- Este risco adicional pode vir de várias fontes:
 - Em primeiro lugar, o risco de estimativa associado com a estimação do beta de pequenas empresas é muito maior do que o risco de estimativa associado com a estimação do beta de grandes empresas. Portanto, o retorno diferencial decorrente do investimento em pequenas empresas pode ser uma recompensa por este risco
 - Em segundo lugar, pode haver um risco adicional do investimento em pequenas ações porque muito menos informações são disponíveis sobre estas empresas. Na verdade, estudos indicam que ações que não são muito cobertas por analistas comandam um prêmio de retorno parecido com o do prêmio da pequena empresa.



Determinantes do Sucesso nesse tipo de investimento:

- A importância da disciplina e da diversificação se tornam ainda maiores, caso você seja um investidor em Small Cap. Uma vez que estas ações costumam estar concentrados em alguns setores, você precisaria de uma carteira muito maior para ser diversificado em ações pequenas. Além disso, a diversificação deveria reduzir o impacto do risco de estimação assim como parte do risco de informação.
- Quando investindo em pequenas ações, a responsabilidade pela avaliação do desempenho da empresa acaba caindo nas suas costas como investidor, uma vez que existem poucos analistas cobrindo a companhia. Você terá de ir além dos demonstrativos financeiros e outras fontes para encontrar informações relevantes sobre a companhia.
- Tenha um longo horizonte de tempo





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% |





Sucesso no investimento em IPO:

- Tenha a capacidade de avaliação para avaliar empresas com pouca informação e incerteza considerável sobre o futuro, de forma a ser capaz de identificar as companhias que estão no preço ou fora dele.
- Uma vez que esta é uma estratégia de curto prazo, em muitos casos comprando as ações no preço de oferta e vendendo no mesmo dia (ou seja, *flipping*), é importante ter uma idéia do ânimo do mercado e a demanda para cada oferta, além de avaliar o preço.
- Em outras palavras, uma mudança no ânimo do mercado pode te deixar com um grande lote de ações caras em um IPO.
- Jogue o jogo de alocação direitinho, pedindo mais ações do que você gostaria em companhias que você considera como baratas e pedindo poucas ou nenhuma em ações que estão caras ou próximas do preço certo



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.





Passive Screener (II):

- Filtros de Crescimento:
 - Crescimento Histórico: Estratégias focadas na compra de ações com grandes crescimentos dos lucros não mostram evidências de se gerar retornos excedentes porque
 - O lucro é volátil
 - Existe uma forte reversão à média nas taxas de crescimento das empresas
 - O crescimento de receitas é mais previsível do que o crescimento dos lucros.
 - Crescimento dos Lucros Esperados: A escolha de ações com grandes crescimento dos lucros esperados não parece gerar muito em termos de altos retornos, porque este crescimento costuma ser overpriced.



Razão P/L e investimento em crescimento

- Estratégia 1: Compre ações que são negociadas a múltiplos P/L menores do que a taxa de crescimento esperado. Ainda que exista pouca evidência de sucesso desta estratégia, ela vem ganhando espaço como uma forma simples e intuitiva de investir.
- Estratégia 2: Compre ações que são negociadas a razões baixas entre o P/L e o crescimento esperado (PEG), comparativamente a outras ações. Esta tem mais evidência a favor, ainda que não seja conclusiva.





Sucesso com esta Estratégia:

- Capacidade superior de análise do crescimento futuro: Uma vez que o crescimento é a dimensão chave do valor nestas empresas, conseguir estimativas melhores do crescimento esperado e do seu valor dentro da empresa deve melhorar as suas chances de sucesso.
- Horizonte longo de tempo: se a sua estratégia é consistente, um horizonte de tempo maior aumenta as suas chances de obter retornos excedentes.
- Capacidade de se fazer Market Timing: Existem ciclos em que estes filtros funcionam bem e outros em que os mesmos filtros não funcionam bem. Se você tiver a capacidade de antecipar estes ciclos, sua chance de sucesso aumenta muito.





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.



Sucesso nesta estratégia:

- Escolha suas empresas (e gestores) muito bem: os bons investidores neste campo parecem ter a capacidade de encontrar a combinação de idéias com gestão que faz com que o sucesso seja mais provável.
- Diversifique: a taxa de fracassos é alta neste tipo de investimentos, fazendo com que seja fundamental apostar em mais de uma empresa. Quanto antes você entra na empresa (por exemplo, Seed Capital ou Angel Investing), mais importante é a diversificação.
- Apóie e complemente a gestão da empresa: os investidores acabam sendo consultores à administração assim como conselheiros das empresas em que investem. Se eles fazem este papel bem, podem ajudar muito em converter idéias em sucessos comerciais.





Sucesso nesta estratégia (II):

- Proteja seu investimento à medida em que a empresa cresce: À medida em que a empresa cresce e atrai novos investimentos, você tem que proteger a sua participação à medida que novas rodadas de financiamento ocorrem.
- Saber quando sair: ter uma boa estratégia de saída parece ser tão importante quanto uma estratégia de entrada. Saber quando e como sair de um investimento é fundamental para proteger os seus retornos.



Market Timing

- Em um artigo em 1986, um grupo de pesquisadores chamou a atenção dos gestores de recursos estimando que até 93,6% das diferenças de desempenho de carteiras geridas profissionalmente poderia ser explicada pela combinação de ações, títulos e dinheiro em caixa destas carteiras.
- Em outro estudo de 1992, Shilling examinou o efeito sobre os retornos anuais de se conseguir estar fora do mercado durante os anos ruins. Ele concluiu que um investidor que evitasse os 50 piores meses do mercado entre 1946 e 1991 teria um aumento de 11,2% para 19%.
- Ibbotson examinou a importância relativa de alocação em ativos e seleção de ativos de 94 fundos mútuos balanceados e 58 fundos de pensão, todos que tinham fazer decisões de alocação de ativos e de seleção de ações. Usando dez anos de informações até 1998, ele concluiu que aproximadamente 40% das diferenças de retornos entre os fundos pode ser explicada por alocação de ativos e 60% por seleção de ações.



Market Timing (II):

- O problema é conseguir acertar....
- Em seu artigo de 1975, Bill Sharpe mostrou que, a menos que você consiga acertar os anos ruins mais de 70% das vezes, é melhor não tentar fazer market timing, porque você pode perder os melhores anos.
- Além disso, estudos sobre o tema não consideram os custos adicionais de transação que inevitavelmente surgem destas estratégias, uma vez que isso vai fazer com que você negocie muito mais com estas estratégias. No limite, uma estratégia envolvendo a troca entre ações e caixa vai significar que você tem que liquidar seu portfólio inteiro e comprá-lo novamente na próxima vez que você investe.
- Além disso, isso aumenta os custos tributários da sua estratégia – vai ter que pagar impostos sobre ganhos de capital com a venda de suas ações



Market Timing – Approaches

- Indicadores não financeiros, tais como quem ganhou o Super Bowl
- Indicadores técnicos, como visto anteriormente
- Indicadores de reversão à média, quando ações e títulos são vistos como precificados incorretamente se eles estão negociando fora de um intervalo “normal”.
- Variáveis macroeconômicas, tais como as taxas de juros ou o estado da economia
- Fundamentais como lucros, fluxos de caixa e crescimento.



Market Timing - Estratégias

- Ajustando seu conjunto de ativos, alocando mais do que você normalmente alocaria (considerando seu horizonte de tempo e suas estratégias) a mercados que você considera como subvalorizado e menos do que você alocaria a mercados sobrevalorizados.
- Mudar estilos de investimento e estratégias para refletir o desempenho esperado do mercado.
- Mudar de setor investido, dependendo de suas expectativas de crescimento econômico futuro e desempenho do mercado
- Especular sobre a direção do mercado, usando alavancagem ou derivativos para aumentar os lucros.

