

# Aula 15

## Bibliografia: Apresentação

Cláudio R. Lucinda

FEA-RP/USP



# Objetivos da Aula

- 1 Information Trading
  - Analistas
  - Previsões de Lucros



# Objetivos da Aula

- 1 Information Trading
  - Analistas
  - Previsões de Lucros
- 2 Investimento Passivo



# Information Trading

- Os investidores tentam avaliar o valor de um ativo com base na informação que eles possuem sobre o ativo naquele ponto do tempo.
  - Ao mesmo tempo, diferentes investidores chegarão a diferentes avaliações de valor para o mesmo ativo:
    - Porque eles possuem diferentes conjuntos de informação
    - Porque eles possuem diferentes formas de processar esta informação
  - O preço é determinado pela demanda e a oferta.



# Negociando com Informação Privada

- Os insiders são gestores, diretores ou maiores acionistas em empresas.
- As empresas de capital aberto precisam tornar públicas as posições dos acionistas acima de um determinado montante
- Caso os administradores sejam acionistas, esta informação também é pública. É de se esperar que estes dois grupos de acionistas operem conhecendo informações além das que são publicamente disponíveis
  - Os analistas operam no espaço entre informações públicas e privadas
  - Uma forma de investigar se a informação privada pode ser usada para gerar retornos excedentes é investigar se os insiders e os analistas geram retornos excedentes.

# Negociando com Informação Privada

- Os estudos apontam que existe retorno excedente para informação privada, mas é importante notar que a compra de ações por parte dos insiders é um sinal com muito ruído – aproximadamente 40% das ações que os insiders compraram são investimentos ruins e, mesmo em média, os retornos excedentes não são muito grandes.
- Em um estudo em 1998, Lakonishok e Lee olham mais de perto os movimentos de preço por volta de insider trading. Eles encontram que as empresas com venda importantes por parte dos insiders possuem retornos de 14,4% nos 12 meses subsequentes, muito menos do que os 22,2% gerados pelas empresas que os insiders entram adquirindo.
- Eles concluem que o elo entre as negociações por parte dos insiders e os retornos subsequentes são maiores para as empresas pequenas e quase não existe relação por parte das empresas maiores.



## Todos os Insiders são Iguais?

- Nem todos os insiders possuem acessos iguais à informação. Os gestores mais altos e os membros do board devem ter acesso a muito mais informação importante, e provavelmente os seus negócios são muito mais reveladores em termos de informação. Um estudo de Bettis, Vickrey e Vickery encontram que os investidores que se focam somente nas grandes negociações feitas por executivos importantes pode gerar retornos excedentes.
- À medida em que alternativas de investimento além da simples compra/venda de ações se multiplicaram, os insiders se tornaram mais sofisticados em suas operações. Essa pode ser outra fonte de informações sobre negociações. Por exemplo, Bettis, Bizjak e Lemmon mostram que negociações de insiders em opções com o objetivo de proteger suas posições em ações aumenta logo após aumentos de preços e antes de anúncios de quedas de lucros. Além disso, eles notam que os preços de ações tendem a cair depois que os insiders tomam estas posições.



# Insider Trading Ilegal – É lucrativo?

- Quando os insiders são pegos negociando ilegalmente, eles quase sempre conseguiram fazer retornos enormes nos seus investimentos. Evidentemente, alguns insiders conseguiram fazer enormes retornos de suas posições privilegiadas.
- Quase todos os grandes anúncios por parte das empresas são precedidos de um aumento de preços (se a notícia é boa) ou uma queda (se a notícia é ruim).



## Insider Trading (II):

- Ainda que isso possa indicar um mercado muito perceptivo, é muito mais provável que alguém com informação privilegiada está usando esta informação para negociar antes dos negócios. Inclusive um dos maiores indicadores de insider trading é o aumento de volume de negociação antes do anúncio de informações.
- Além de ter acesso à informação, os insiders podem estar em posição de escolher melhor o momento de divulgação da informação aos mercados. Um estudo encontrou que os insiders vendem ações entre 3 e 9 trimestres antes de suas empresas reportarem uma quebra na tendência de crescimento dos lucros.



# Analistas

- Os analistas possuem acesso à informação pública e aos gestores da empresa (e, portanto, a alguma informação privada).
- Os analistas fazem previsões de lucros para as empresas (e as revisam) assim como recomendações de compra/venda.



# Determinantes da Cobertura dos Analistas

- Capitalização de mercado: quanto maior a capitalização de mercado da empresa, mais provável que ela seja seguida por analistas
- Investimento de Investidores Institucionais: Quanto maior a proporção das ações que são de investidores institucionais, maior a chance de ela ser coberta por analistas. A questão em aberto é se as instituições seguem os analistas ou os analistas seguem as instituições. Provavelmente a causalidade é nas duas direções
- Volume de negociação: Os analistas tendem a seguir as ações mais líquidas. Evidentemente, existe uma relação de ida e volta, uma vez que as recomendação dos analistas tende a aumentar o volume de negociação.



# Previsões dos Analistas

- Parte grande do trabalho dos analistas é com a estimativa dos lucros por ação que as empresas irão reportar no próximo trimestre. Eles também fornecem previsões de lucros mais longe no tempo – geralmente até cinco anos pra frente.
- Eles atualizam estas previsões quando novas informações chegam. Supondo que estas revisões incorporam informação, seria de se esperar que os preços das ações reajam.



## Informação nas Previsões dos Analistas:

- 1** Informação específica à empresa que se tornou pública desde o último relatório de lucros: os analistas podem usar esta informação e incorporá-la em suas previsões de crescimento
- 2** Informação macroeconômica que pode afetar o crescimento futuro: os analistas podem atualizar as suas projeções de crescimento futuro à medida em que nova informação sobre a economia e política monetária e fiscal surge.
- 3** Informação revelada pelos competidores sobre as perspectivas futuras: os analistas também podem levar em conta as informações tornadas disponíveis pelos seus competidores sobre a política de preços e crescimento futuro



## Informações dos analistas (II):

- 1** Informação não pública sobre a empresa: os analistas muitas vezes possuem acesso a informação privada sobre as empresas que seguem, que pode ser relevante na previsão do crescimento futuro.
- 2** Informação pública além de sobre os lucros: foi mostrado, por exemplo, que informações financeiras tais como a taxa de retenção, margens de lucro e giro de ativos são úteis na previsão de crescimento futuro.



## Qualidade das Previsões:

- A conclusão geral dos estudos que consideraram as previsões dos analistas (as de um trimestre e de quatro trimestres adiante) sobre os lucros é que os analistas fazem previsões melhores dos lucros do que os modelos que dependem apenas de dados históricos. O Erro Absoluto Médio, que mede a diferença em termos absolutos entre os lucros verdadeiros e a previsão, é menor para as previsões dos analistas do que as previsões baseadas em dados históricos.
- Um estudo de O'Brien (1988) mostrou que as previsões dos analistas superam as de séries temporais apenas nas previsões para um e dois trimestres. Para horizontes mais longos, as previsões de séries de tempo superam as dos analistas.



## Previsões de Longo Prazo:

- Existe pouco apoio à hipótese que os analistas fazem previsões melhores em um horizonte de mais de três ou cinco anos.
- Um estudo de Cragg e Malkiel comparou as previsões de longo prazo por parte de cinco gestores de recursos em 1962 e 1963 com o crescimento observado concluiu que os analistas eram pior preditores.
- Este ponto de vista foi criticado em 1988 por Vander Weide e Carleton, que encontrou que as previsões de consenso sobre o crescimento de cinco anos proposto pela I/B/E/S foi superior do que medidas orientadas historicamente na previsão de crescimento futuro.



# Usando previsões dos Analistas

- E possível ganhar dinheiro com as recomendações de analistas? Mesmo se não existisse nenhuma informação nova incorporada nas recomendações, pode haver o efeito de previsão auto-realizável criada pelos clientes que negociam com base nestas recomendações, subindo os preços após recomendações de compra e baixando após recomendações de venda. Se esta é a única razão para a reação dos preços de ações, todavia, os retornos não apenas podem ser pequenos mas podem se dissipar rapidamente, deixando você com custos de transação muito elevados e pouco retorno.



# Usando previsões...

- Um ponto de partida útil é por meio da identificação dos analistas que não apenas são os mais influentes, mas os que tem mais conteúdo (informação privada) em suas recomendações. Além disso, você deveria tomar cuidado com analistas onde os conflitos potenciais de interesse são muito grandes para que as recomendações não sejam viesadas. Os negócios baseados nestas recomendações devem ser feitos logo após a liberação destas informações. Finalmente, tome cuidado com mudança de opinião dos analistas.



# Previsões de Lucros

- Uma estratégia neste caso é comprar ações de empresas que reportam grandes surpresas de lucros, esperando se beneficiar com imperfeições de mercado (drift). Só que a evidência aponta que o potencial de ganhos após este tipo de anúncio é bem pequeno.
- Uma solução seria se concentrar nos anúncios de lucros feitos por empresas menores, mais ilíquidas, onde o drift é mais forte.
- A sua melhor chance é investir em companhias antes de grandes surpresas positivas de lucros. Você pode usar uma combinação de técnicas quantitativas e volume de negociação para detectar estes eventos. Mesmo com uma taxa relativamente baixa de sucesso (aproximadamente 55% já funcionaria nos EUA), você seria capaz de descobrir elevados retornos excessivos.



# Determinantes do Sucesso com Estratégias baseadas em informação:

- Identificar qual é a informação em que você está montando a sua estratégia. Uma vez que você tem que negociar em cima desta informação, é fundamental determinar antecipadamente a informação que vai iniciar um negócio.
- Investir em um sistema de informação que entrega esta informação instantaneamente: muitos dos investidores somente recebem a informação 15 a 20 minutos depois de alcançar os investidores institucionais. Ainda que não pareça muito tempo, as maiores mudanças de preços depois de anúncio acontecem neste intervalo.
- Rapidez na execução dos negócios: pela mesma razão do item anterior.

# Determinantes do sucesso

- Economizar nos custos de transação - é bom aceitar que a execução rápida vai implicar em maiores custos de transação, mas é bom tentar limitá-los.
- Saber quando vender: É importante ter em mente que a maior parte dos efeitos de informações acaba sumindo ou se revertendo depois de um pouco de tempo.



# Investimento Passivo:

- **Fundo completamente indexado:** Um fundo que tenta replicar um índice de mercado. É relativamente simples de se criar, depois de se identificar qual seria o índice a ser replicado.
  - 1 Identifique o índice a ser replicado (por exemplo, o S&P500)
  - 2 Estimar o valor de mercado das empresas neste índice.
  - 3 Criar uma carteira ponderada pelo valor de todas as ações neste índice
- Este fundo replicaria o índice e se corrigiria rapidamente. Ele precisaria ser ajustado apenas se as ações entram ou saem do índice.
- **Fundo de amostra de índice:** neste caso você escolhe uma amostra de índices para replicar o índice ou porque o índice é composto por muitas ações (como o Wilshire 5000) ou é caro demais negociar todas as ações do fundo.

# Investindo em Índice: Prós

- O melhor caso para a indexação é feito pelos investidores ativos que tentam vencer o índice e fracassam.
- Nos próximos slides, vamos investigar se:
  - Investidores individuais ativos conseguem superar o desempenho do mercado
  - Gestores profissionais são capazes de superar o mercado



## Investidores Individuais:

- O investidor individual médio não consegue superar o mercado, depois de descontados os custos de transação. Entre 1991 e 1996, por exemplo, o retorno líquido anual do índice S&P500 era de 17,8% quando o investidor médio negociando em corretora teve um retorno líquido de 16,4%
- Quanto mais estes investidores individuais negociam, menores tendem a ser os seus retornos. Na verdade, os retornos antes dos custos de transação são menores para os investidores mais ativos do que para os menos ativos. E isso só fica pior depois de considerarmos os custos de transação.



## Investidores Individuais (II):

- Reunir o talento e a competência de investidores individuais em clubes de investimento também não parece ser muito lucrativo. Barber e Odean examinaram o desempenho de 166 clubes de investimento aleatoriamente selecionados que usaram uma corretora em particular. Entre 1991 e 1996, estes clubes de investimento tiveram um retorno líquido anual de 14,1%, abaixo do S&P500 (17,8%) e investidores individuais (16,4%).



# Gestores Profissionais:

- Os gestores profissionais de recursos operam como especialistas no campo dos investimentos. Espera-se que eles sejam melhor informados, mais espertos, tenham menores custos de transação e sejam melhores investidores do que investidores individuais.
- O problema é que estudos de fundos de investimento não parecem apoiar este ponto de vista, que gestores profissionais geram retornos excedentes.



## Alternativas à Indexação:

- Os ETF dão aos investidores uma forma de replicar o índice com baixos custos, e permitindo maior liquidez
- Futuros e Opções sobre o Índice
- Fundo de Índice Expandido, que tentam entregar os custos baixos de fundos de índice com retornos um pouco maiores.



## Mecânica dos Enhanced Indexed Funds:

- Nas estratégias de expansão, você usa o conjunto de derivativos – futuros, opções e swaps – que estejam disponíveis em um índice, além de encontrar erros de precificação que permitem gerar retornos adicionais além de se seguir o índice.
- Outra forma é usar uma estratégia ativa para encontrar ações subvalorizadas que ampliam o retorno do fundo além do índice
- Em estratégias de ampliação quantitativas, vocês utilizam a estrutura Média-Variância para determinar qual seria a carteira ótima em termos de risco e retorno – inclusive alguma carteira que domine em termos de média e variância a carteira de mercado.

