

# Aula 15

## 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



# 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



# Desempenho

- Estes filtros se desempenham bem?
- Um estudo por Oppenheimer concluiu que as ações que são aprovadas neste filtro teriam um retorno muito acima do do mercado.
- Mark Hulbert que avaliava as newsletters de investimento concluiu que as que usavam filtros similares aos de Graham se desempenhavam muito melhor do que outras?
- No entanto, uma tentativa de James Rea para tocar um fundo usando os filtros de Graham não conseguiu entregar os retornos esperados



## Desempenho (II):

- A maior razão para a fama de Graham vem do sucesso dos seus alunos em Columbia. O mais famoso dele foi Warren Buffett.
- Ele acabou desenvolvendo as suas próprias versões dos filtros - Ponto de vista de Buffett:



## Pontos de Vista de Buffett:

- O negócio da empresa deve ser simples e compreensível
- A empresa deve ter uma história de operação consistente, representada em lucros operacionais que são estáveis e previsíveis
- A empresa deve estar em um negócio com perspectivas de longo prazo favoráveis
- Os gestores da empresa devem ser claros. Ele trata assim seus acionistas.
- Os gestores da empresa devem ser líderes e não seguidores



# Buffett

- A companhia deve ter um alto retorno sobre o patrimônio líquido. Ele usa uma versão do que ele chama de “lucro para os donos” :
  - $\text{Lucro para os donos} = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} \& \text{ Amortização} - \text{CAPEX}$
- A companhia deve ter margens de lucros altas e estáveis
- Use estimativas conservadoras de lucros e a taxa livre de risco como taxa de desconto
- De acordo com o seu ponto de vista do Sr. Mercado como caprichoso e volátil, mesmo companhias valiosas podem ser compradas a preços atraentes quando os investidores fogem delas.



# Ser como Buffett?

- Os mercados mudaram muito desde quando Buffett começou sua primeira empresa. Mesmo ele teria dificuldade em replicar o sucesso no mercado de hoje, quando a informação sobre as empresas é facilmente disponível e dezenas de gestores afirmam que estão buscando ofertas em ações.
- Nos anos mais recentes, Buffett adotou um estilo de investimento mais ativista e foi bem-sucedido com isso. Para ser bem sucedido como um investidor, você precisaria de recursos substanciais e ter credibilidade que vem como o sucesso de investimento. Poucos possuem esta combinação.
- O terceiro ingrediente do sucesso de Buffett foi a paciência. Como ele afirmava, ele não compra ações para o curto prazo, mas compra negócios para o longo prazo. Ele frequentemente estava disposto a manter ações que ele acreditava estar sub-valorizadas por anos desapercebidos. Ele não se fie



# Filtros de Valor

- Preço/BV: Compre ações quando elas são negociadas a menos que ou a um múltiplo pequeno do que o valor contábil do Patrimônio Líquido.
- Preço/Lucro: Compre ações quando elas são negociadas a um múltiplo baixo do lucro por ação.
- Preço/Vendas: Compre ações quando elas são negociadas a um múltiplo baixo das receitas por ação.
- Dividend Yields: Compre ações com Dividend Yields altos

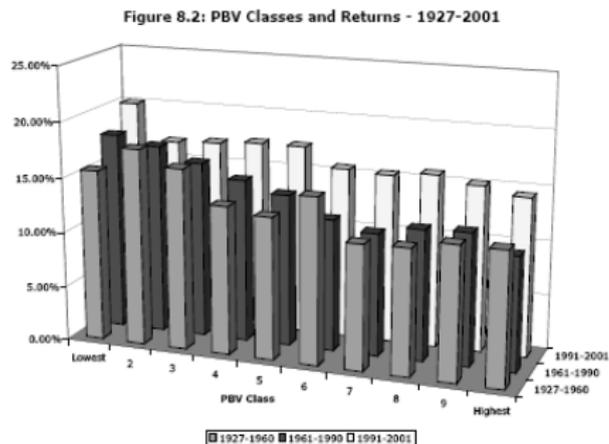


# Preço/BV

- Um baixo múltiplo Preço/BV foi considerado como um indicador confiável de sub-valorização de empresas.
- A evidência empírica indica que, ao longo de longos períodos, as ações com baixos P/BV superaram as que tinham altos P/BV e o mercado



# Evidência



# Mercados Internacionais

- Chan, Hamao e Lakonishok (1991) encontram que o múltiplo P/BV possui um papel importante para a explicação dos retornos em corte transversal nas ações japonesas.
- Capaul, Rowley e Sharpe (1993) estenderam a análise dos múltiplos P/BV em mercados internacionais, e concluíram que as ações com baixos múltiplos, conseguiram retornos excedentes em cada mercado que analisaram, entre 1981 e 1992. As estimativas anualizadas foram as seguintes:



## P/BV

<i>Country</i>	<i>Added Return to low P/BV</i>
France	3.26%
Germany	1.39%
Switzerland	1.17%
U.K.	1.09%
Japan	3.43%
U.S.	1.06%
Europe	1.30%
Global	1.88%

# Múltiplos P/BV como proxies de risco

- Fama e French indicam que estes múltiplos baixos podem ser um fator de risco, uma vez que as empresas com baixos múltiplos tem mais probabilidade de estar com problemas e falir.
- Os investidores têm que avaliar por si mesmos se os retornos adicionais feitos por estas empresas justificam o risco adicional incorporado por investir nelas



# Filtro P/L

- Os investidores sempre afirmaram que as ações com baixos índices P/L tem mais chance de estar subvalorizadas e gerar retornos excedentes. Por exemplo, este é um dos filtros primários de Ben Graham
- Estudos empíricos confirmam este ponto de vista

*Figure 8.3: Returns on PE Ratio Classes - 1952 - 2000*



## P/L

- As empresas na faixa mais baixa de P/L geraram um retorno médio substancialmente maior do que as empresas na faixa mais alta em cada um dos sub-períodos.
- Este resultado também se mantém em outros mercados internacionais.
  - Australia 3.03%
  - France 6.40%
  - Germany 1.06%
  - Hong Kong 6.60%
  - Italy 14.16%
  - Japan 7.30%
  - Switzerland 9.02%
  - U.K. 2.40%



# Filtro Preço/Vendas

- Senchack e Martin (1987) compararam o desempenho de carteiras com baixas razões preço/vendas com as carteiras com altos múltiplos, e a carteira com baixos índices superiou a com altos índices.
- Jacobs e Levy (1988a) concluiu que baixos múltiplos preço/vendas, sozinhos, retornaram uma taxa de 0,17% por mês entre 1978 e 1986, que foi estatisticamente significativa. Mesmo quando outros fatores foram considerados, ele foi um fator importante (junto com P/L e Vendas)



# Filtro Composto

## ■ Empresas com altos ROE e diferentes P/Vendas

Ano Undervalued Portfolio Overvalued Portfolio S & P 500

1982 50.34% 17.72% 40.35%

1983 31.04% 6.18% 0.68%

1984 12.33% -25.81% 15.43%

1985 53.75% 28.21% 30.97%

1986 27.54% 3.48% 24.44%

1987 -2.28% 8.63% -2.69%

1988 24.96% 16.24% 9.67%

1989 16.64% 17.00% 18.11%

1990 -30.35% -17.46% 6.18%

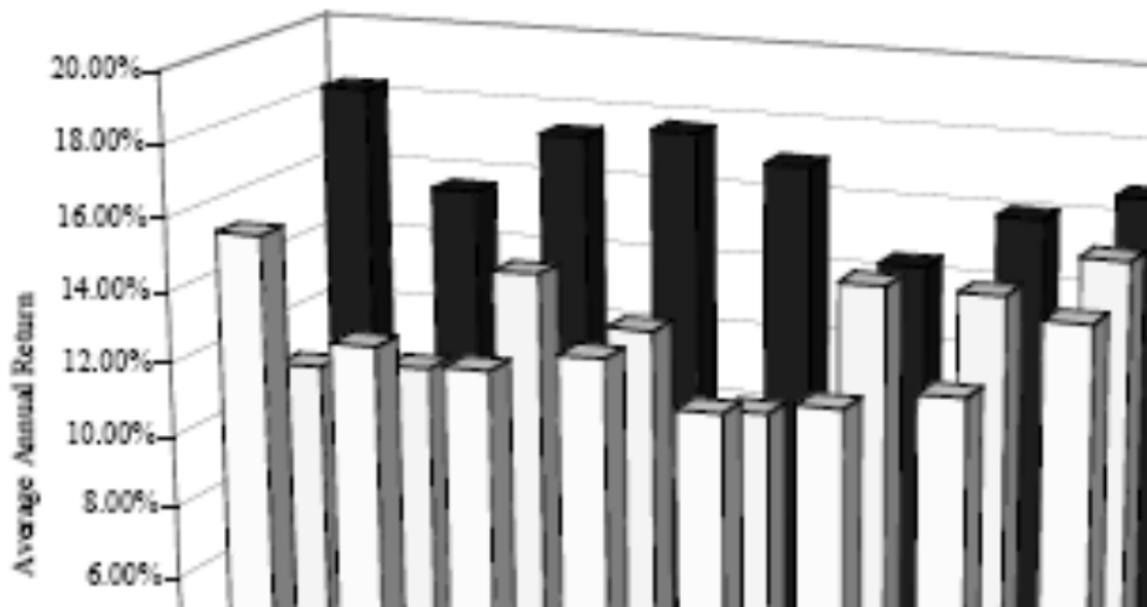
1991 91.20% 55.13% 31.74%

1982-91 23.76% 15.48% 17.49%



# Dividend Yield

*Figure 8.4: Returns on Dividend Yield Classes - 1952 - 1999*



# Sucesso com Passive Screening

- 1 Ter um horizonte de longo prazo. Todos os estudos acima olham retornos de mais de cinco anos. Inclusive algumas conclusões se reverterem quando consideramos prazos mais curtos
- 2 Escolher os filtros inteligentemente. Muitos filtros dificultam a busca de retornos excedentes, uma vez que eles podem acabar eliminando as ações que geram estes retornos!
- 3 Se diversifique.
- 4 Tome cuidado com impostos e custos de transação



# 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.



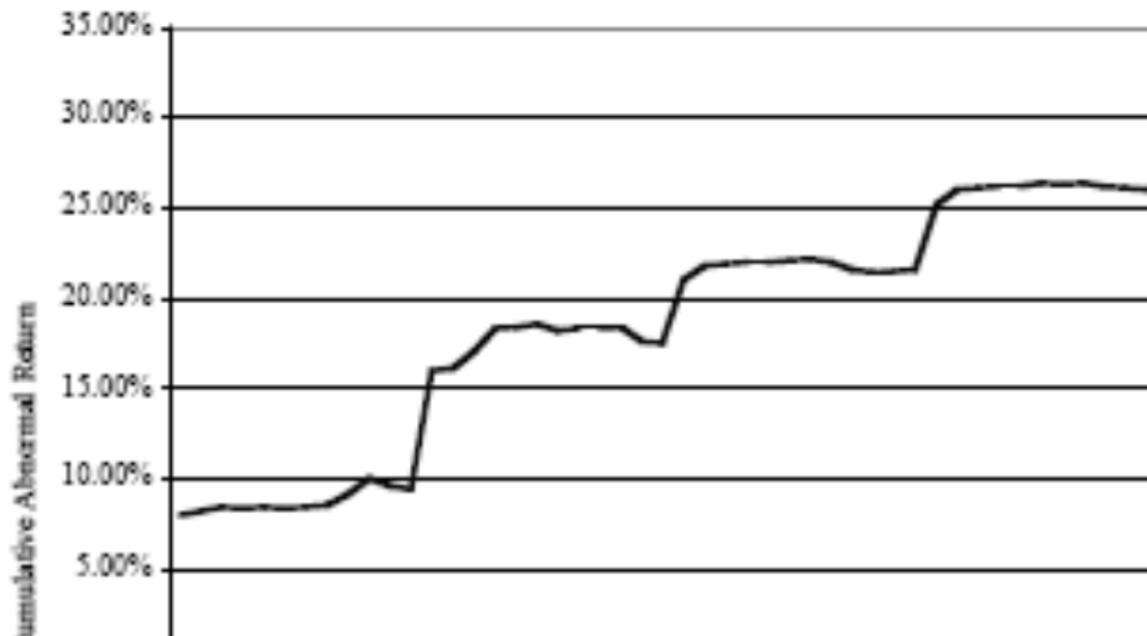
# Vencedores e Perdedores

- 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

*Figure 8.5: Cumulative Abnormal Returns - Winners versus*



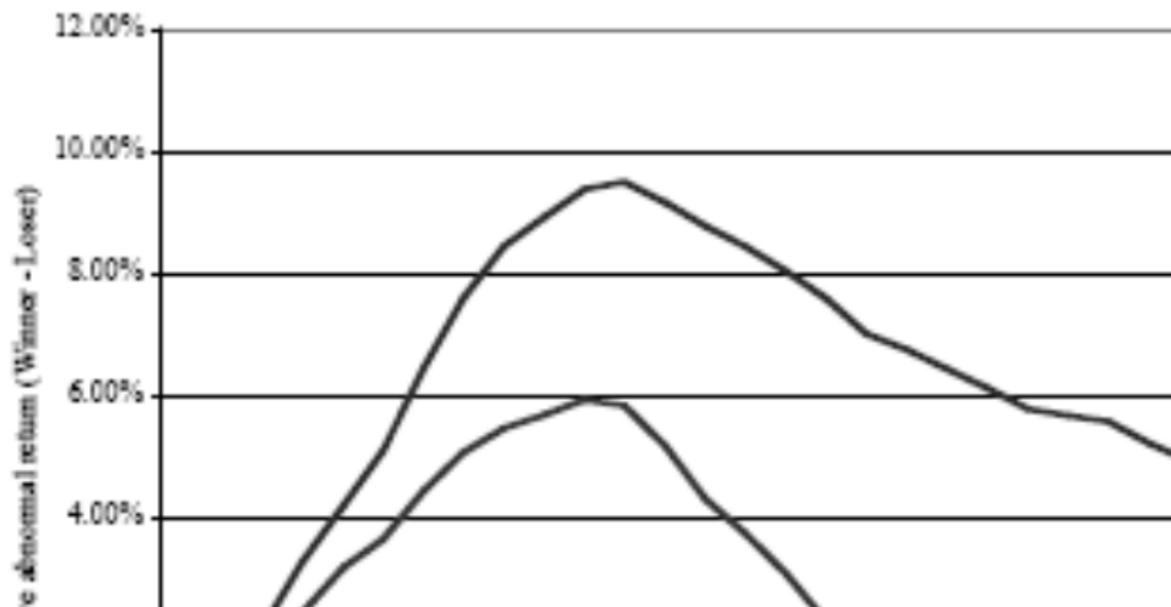
# Resultados

- Esta análise sugere que a carteira dos perdedores claramente supera os vencedores nos sessenta meses a seguir da criação.
- Esta evidência é consistente com a reação excedente e correção dos retornos em intervalos de longo prazo.
- Existem muitos acadêmicos e praticantes que afirmam que estes resultados superestimam os resultados de ações perdedoras
  - Dentre as ações perdedoras, temos muitas ações baratinhas, que geram muitos custos de transações e retornos altamente assimétricos



# Perdedores

Figure 8.6: Differential Returns - Winner versus Loser Port



# Boas Companhias versus Bons Investimentos?

- Boas companhias não são necessariamente bons investimentos.
- Qualquer estratégia de investimentos que é baseada em comprar empresas bem gerenciadas e esperar que o crescimento dos lucros destas empresas gere preços maiores é perigosa, uma vez que ignora que o preço atual da companhia já pode refletir a qualidade da gestão e da empresa.
- Se o preço atual está correto (e o mercado está pagando um preço pela qualidade), o maior risco é que a empresa perca sua vantagem e o prêmio pago se dissipe.
- Seria apenas quando o mercado subestima o valor da qualidade da empresa que esta estratégia entrega retorno excedente.



# Determinantes do Sucesso nesta linha de ação

- Autoconfiança: investir em empresas que todo mundo considera como perdedoras precisa de autoconfiança que pode vir de um ego enorme, de sucessos passados ou ambos.
- Clientes/Investidores que acreditam em você
- Paciência
- Estômago para volatilidade de curto prazo
- Custo de transação



# 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



# Sucesso no Investimento Ativista

- 1** Ter muito capital: como esta estratégia precisa que você coloque pressão sobre a gestão atual, você tem que ter muito investimento nestas empresas
- 2** Conheça bem sua empresa: isto vai levar a uma carteira pequena, então é necessário um conhecimento muito grande das suas empresas.
- 3** Entender bem finanças corporativas: é necessário entender que a empresa vai mal e, principalmente, porque ela vai mal.
- 4** Ser persistente: os gestores vão resistir suas ações
- 5** Fazer a lição de casa: se unir com outros investidores para criar a mudança que deseja



# 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.

