



PUC

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**A BOLHA DO ALICATE: UMA ANÁLISE
FUNDAMENTALISTA DA MUNDIAL S.A.**

Por

**FRANCISCO DE PAULO VICENTE DE SIQUEIRA
JUNIOR**

ORIENTADOR: Maria Elena Gava

2020.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22451-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

A BOLHA DO ALICATE: UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA MUNDIAL S.A.

por

**FRANCISCO DE PAULO VICENTE DE SIQUEIRA
JUNIOR**

Monografia apresentada ao
Departamento de Economia da
Pontifícia Universidade Católica do
Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a
obtenção do Título de Bacharel em
Economia.

Orientadora: Maria Elena Gava

2020.2

Dedico esta, bem como minhas futuras conquistas, a minha bisavó, Marieta, que sonhava em completar 100 anos e presenciar minha formatura. Às luzes do seu ano de centenário, esse trabalho é fruto do seu amor e dedicação para com o meu desenvolvimento como ser humano.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, antes de tudo, às mulheres da minha vida: Eliane, Paolla e Nilda, que me mostraram o valor do trabalho e despertaram em mim o potencial necessário para me desenvolver no âmbito acadêmico. Agradeço, também, ao meu pai, Francisco, e tio, Jorge, por todo apoio na caminhada.

Agradeço a minha namorada, Victoria, por toda paciência, amor e cumplicidade que me deu força para sonhar grande.

Agradeço ao meu amigo Antenor, por sua influência imensurável na minha caminhada acadêmica e profissional.

Agradeço aos meus amigos da universidade, da escola e da infância pela assistência em cada desafio. Sem vocês isso não seria possível. Na maioria das vezes, vocês foram também parte da minha família.

Por último e não menos importante, aos meus professores do departamento de economia da PUC-Rio, em especial a minha orientadora, Maria Elena, por toda atenção e conhecimento que foi transmitido – não só para esse trabalho, mas para a vida.

“ Eu consigo calcular o movimento dos corpos celestiais, mas não a loucura das pessoas. ”

Isaac Newton

RESUMO

SIQUEIRA JR, Francisco de Paulo Vicente. *A bolha do alicate: uma análise fundamentalista da Mundial S.A.*. Rio de Janeiro, 2020. 43 p. Monografia de final de curso. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio.

Para todo produto, bem ou ativo, existe um preço, que é aquele que você paga para adquirir, e um valor, que representa o quanto este vale de fato, considerando suas características intrínsecas. No entanto, nem sempre essas duas variáveis andam lado a lado.

Nesse sentido, a sociedade, banhada pela irracionalidade da massa, cria situações onde os preços estão muito distantes do real valor de um ativo, formando as chamadas bolhas financeiras. Pela teoria dos mercados eficientes, em determinado momento os preços convergem para o valor justo, deixando para trás milhares de investidores acalorados pelo sonho de lucros grandes e rápidos.

No Brasil, que não poderia ser diferente do mercado financeiro mundial, uma pequena empresa de cortadores, artigos de cuidados pessoais e talheres apareceu como grande vencedora em potencial, em um cenário macroeconômico mais que incerto.

O resultado foi uma valorização de 2950% das ações da Mundial S.A. de fevereiro a julho de 2011 e a posterior queda de mais de 91% do preço do ativo de forma abrupta. O evento, conhecido como a ‘Bolha do Alicate’, por conta dos famosos produtos da companhia, foi uma importante lição para o investidor brasileiro.

Este trabalho busca entender como um pequeno potencial de valorização pode se tornar uma bola de neve e um prejuízo no bolso de milhares de pessoas.

Palavras-Chave: *Valuation*; Bolha, Análise Fundamentalista, Valor, Preço, Ação, Fluxo de Caixa, Mundial.

SUMÁRIO

OBJETIVO.....	7
INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 1 – O PREÇO E O VALOR.....	9
1.1. Valor na história	9
1.2. O valor dos ativos financeiros	Erro! Indicador não definido.
1.3. O mercado de ações.....	Erro! Indicador não definido.
CAPÍTULO 2 – MERCADOS EFICIENTES E BOLHAS	14
2.1. A teoria dos Mercados Eficientes.....	14
2.2. A teoria dos Castelos no Ar.....	15
2.3. As Bolhas Financeiras	17
2.4. Bolhas na história	17
CAPÍTULO 3 – A BOLHA DO ALICATE	20
3.1. A Narrativa	38
CAPÍTULO 4 – A MUNDIAL S.A.	23
4.1. Atuação e Linhas de negócio.....	24
4.2. Análise da operação.....	25
CAPÍTULO 5 – VALUATION: MÉTODOS E MODELOS	31
5.1. Os fundamentos de uma Empresa	Erro! Indicador não definido.
5.2. Fluxos de caixa descontados	38
5.3. A taxa de desconto.....	34
CAPÍTULO 6 – O VALOR JUSTO DA MUNDIAL S.A.	36
6.1. Objetivos.....	36
6.2. Taxa de desconto	36
6.3. Valor	37
CONCLUSÃO	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41

OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é explorar a literatura e mostrar a importância da análise de preço e valor para o investimento em uma empresa de capital aberto no mercado acionário.

Na história, a especulação financeira criou diversos problemas para a humanidade. Para reforçar a tese, vale citar as bolhas financeiras, que em alguns casos não trouxe problemas só para os investidores envolvidos, mas para toda uma nação ou até a economia global, como no caso da bolha imobiliária de 2008, nos Estados Unidos.

Para mostrar como a falta de análise de valor afeta também os mercados emergentes, como no caso do Brasil, este trabalho citará a experiência com as bolhas financeiras na bolsa em 2011, no caso da Mundial S.A., quando uma empresa com um valor de mercado pequeno teve uma rápida valorização seguida de desvalorização abrupta.

Ainda, serão abordadas as metodologias mais utilizadas para análise de valor de empresas abertas, que visam buscar o preço justo das companhias através da estimativa baseada nos fundamentos e demonstrações financeiras.

Por último, será feita a análise do valor justo da Mundial S.A. em 2010, dado o potencial de valorização da companhia e as premissas ótimas dos analistas naquele momento. O objetivo final é entender se havia de fato um potencial de valorização e quando essa valorização se transformou em especulação, causando impacto significativo no mercado.

INTRODUÇÃO

Quando os meteorologistas anunciam um verão mais quente no Rio de Janeiro, os hoteleiros de Copacabana sabem que terão maiores lucros em seus negócios. Da mesma forma, se uma praga agrícola afeta a produção de soja no Mato Grosso, certamente as famílias chinesas terão de gastar mais para se alimentar.

Desde os primórdios da humanidade, como é enfatizado pelos economistas clássicos, os mercados regulam naturalmente seus preços e quantidades produzidas de bens e serviços através dos mecanismos de oferta e demanda.

Intuitivamente, quando os compradores, por algum motivo, demandam mais de um produto, sem que a oferta acompanhe, seu preço aumentará até que o equilíbrio seja reconstituído.

Assim, desde a mais simples transação por escambo nas sociedades primitivas até o faraônico mercado financeiro global da atualidade, a economia estuda as relações de produtores e consumidores para entender a dinâmica da formação de preços no mercado.

Nesse contexto, o preço de um bem é puramente um derivado do equilíbrio natural de mercado. Em contrapartida, qualquer preço deveria ser ancorado por seu valor intrínseco¹, aquele que, apesar das negociações, traduz a utilidade potencial contida nos bens para o consumidor. Por mais que a demanda por um bem aumente, este não deveria custar, no longo prazo, muito mais que o bem-estar contido no usufruto dele.

No entanto, a conceituação de valor é dotada de uma enorme discussão teórica até os dias atuais. Se, por um lado, milhares de analistas estudam os preços de produtos, *commodities*, ações de empresas, etc. testando hipóteses sobre o

¹ Valor real, independente do seu valor de mercado.

descolamento ou não dos seus valores intrínsecos, outras correntes ainda negligenciam essas métricas.

Por conta da subjetividade, o valor ainda é associado a um conceito simbólico, virtual e até inexistente, dado que qualquer preço pode ser justificado desde que haja algum comprador que esteja disposto a pagá-lo. Quando, em sua obra, Oscar Wilde² definiu um cínico como “aquele que sabe o preço de tudo, mas o valor de nada”, ilustrou justamente esse tipo de corrente.

Se analisarmos a história da economia mundial, é possível concluir de forma concreta que a compreensão de valor teve papel crucial no desenvolvimento dos países, em termos de comércio, investimentos, renda e produção.

Por outro lado, a análise puramente pautada no preço dos ativos acabou criando sérios problemas ao desenvolvimento das sociedades e dos mercados. Para os ativos financeiros, como ações de empresas, é ainda mais fácil observar eventos especulativos e bolhas financeiras, como a que será estudada neste trabalho.

² Oscar Wilde (Reino Unido, 1854- França, 1900) foi um importante e popular escritor, poeta e dramaturgo britânico de origem irlandesa.

CAPÍTULO 1 – O PREÇO E O VALOR

Neste capítulo serão abordadas as diversas concepções acerca de valor e preço e como estas se relacionam com exemplos vividos na história.

1.1. Valor na história

Na literatura econômica clássica, o Século XVI é apresentado como “*el siglo de oro*.” As políticas mercantis Espanholas, que traziam toneladas anuais de ouro e prata das Américas, impulsionaram exponencialmente o mercado consumidor do país. Apesar disso, o país não detinha mercado especializado e exportava matérias primas de pouco valor agregado, recomprando-as em forma de produto acabado. A mentalidade do país, que não chegou a se desenvolver de fato nesse período era tal que, em 1675, Alfonso Nuñez de Castro³ escrevia:

“Todas as nações criam jornaleiros para Madrid e que Madrid é a rainha das capitais, pois todo mundo a serve e ela não serve ninguém.”

Nesse contexto, a Espanha sofreu com a depressão dos períodos subsequentes e floresceram os comerciantes dos países baixos. Em 1686, os preços de mais de 550 produtos do mundo inteiro, negociados nos seus centros comerciais, eram divulgados para toda a Europa. A compreensão do valor do comércio de bens e serviços para com os equilíbrios de oferta e demanda tornaram províncias como Antuérpia, Amsterdã e Roterdã as maiores potências do Século XVI. Além disso, seu potencial marítimo na época colocou uma região historicamente subdesenvolvida economicamente no foco dos investimentos mundiais.

Ainda assim, mesmo detendo a maior reserva de metais da Europa, as províncias Holandesas não foram responsáveis pela revolução industrial e acabaram

³ Alonso Nuñez de Castro (Espanha, 1627-1695) foi um historiador espanhol, cronista real de Felipe IV.

perdendo o posto de maior economia europeia para a Inglaterra nos séculos subsequentes.

Uma forte hipótese para isso é de que, além de fatores naturais e culturais, espanhóis e holandeses observavam pouco valor na produção industrial e muito valor na acumulação de metais preciosos e nos rendimentos bancários, respectivamente.⁴

1.2. O Valor dos ativos financeiros

Como defendido por Aswath Damodaran⁵, o valor de um ativo financeiro está em sua capacidade de gerar caixa para seu detentor. Os espanhóis, donos dos fluxos de ouro no Século XVI, viam um grande valor no metal apartadamente, mesmo que esse não gerasse fluxo futuro algum. Os holandeses, por outro lado, viam o valor nos metais como moeda de troca comercial, mas atribuíam a riqueza aos rendimentos bancários.

As fábricas inglesas, no entanto, tinham um potencial magnífico de valorização e geração de fluxo de capital no futuro, que retornariam para seus acionistas. Da mesma forma, qualquer investimento no século XXI deve levar em conta o potencial de criação e distribuição de riqueza.

Sendo assim, o valor de um ativo financeiro, como a ação de uma empresa, é intrínseco ao mesmo e não depende do preço que é negociado no mercado. Sob

⁴ CIPOLLA, C. M.; História econômica da Europa pré-industrial, 1ª edição. Editora Edições 70, 1974.

⁵ Aswath Damodaran (Índia, 1957) é professor de finanças da Stern School of Business, na Universidade de New York (NYU), onde leciona matérias de finanças corporativas e avaliação de ações.

essa perspectiva, surgiram diversas metodologias de *valuation*⁶ de ativos. Entre elas, destaca-se o fluxo de caixa descontado, que será abordado nesse trabalho.

1.3. O Mercado de ações

Por hipótese, qualquer ativo, em qualquer universo temporal, pode ser precificado e possui um valor intrínseco, que transcende de suas características fundamentais, independentemente de como os mercados o negociem. As bolsas de valores mundiais, conhecidas como polos de negociações e transações financeiras, logo se especializaram na negociação de todos os tipos de produtos, chegando às ações de empresas.

A partir da grande depressão de 1929, o mundo passou a se preocupar de maneira mais intensa com o mercado de ações. Anos depois, com a aparição de grandes investidores como Warren Buffet⁷, o interesse pelos retornos do mercado financeiro começou a crescer em velocidade extremamente veloz. Nesse contexto, o mundo dos investimentos moveu-se para um processo muito mais minucioso e competitivo de análise de empresas e valoração de ações e títulos privados.

Como citado por Alexandre Póvoa⁸, à medida que o país cresce em um cenário de juros reais pouco atrativos, solidifica-se um caminho sem volta de desenvolvimento das empresas e investimentos. Com a crise do COVID-19 em 2020 e a queda da Selic para 2% ao ano, o número de investidores pessoas físicas na bolsa de valores aumentou 52% em 3 meses.⁹

⁶ Termo amplamente usado nos mercados financeiros mundiais, refere-se à prática de valoração de empresas.

⁷ Warren Buffett (EUA, 1930) é um investidor americano, principal acionista da Berkshire Hathaway, importante na disseminação do value investing.

⁸ Alexandre Póvoa (Brasil, 1969) é economista, formado pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Possui pós-graduação em Finanças pelo IBMEC e MBA na Stern School of Business (Universidade de Nova York).

⁹ Dados da B3.

No entanto, a euforia pelo crescimento acelerado do mercado de ações mundial vem acompanhada de incertezas.

No caso brasileiro, a grande maioria do capital investido ainda se encontra na caderneta de poupança, que oferece uma rentabilidade abaixo da taxa de juros vigente na economia. A motivação do investidor brasileiro está, em sua maioria, pautada na segurança financeira e o mercado acionário segue supersticiosamente atrelado a um sistema de apostas, muito próximo de um cassino.

Póvoa cita a avaliação de empresas como uma ferramenta para “reduzir a subjetividade” e incerteza de algo que é subjetivo por natureza: o valor. Como os indivíduos e suas preferências são entre si distintas, naturalmente a concepção de valor também será.

Em um leilão, por exemplo, imaginando indivíduos com o mesmo poder aquisitivo, o vencedor é aquele que mais observa valor no produto e que acredita que o preço pago pelo mesmo é barato ou justo dado o potencial de utilidade contido.

Quando o assunto são as ações de uma empresa, duas dimensões são importantes para a análise de valor: o potencial de retorno e o risco contido no ativo e em sua projeção.

Nesse caso, a divergência entre o valor dos ativos observado pelos indivíduos envolve diversos fatores: o perfil dos investidores, suas ambições e, principalmente, suas expectativas perante o retorno dos ativos.

O trabalho de avaliação de empresas tem como função ponderar as previsões do mercado e atribuir preços justos para os ativos. No entanto, em algumas situações, a falta de eficiência e acesso a informação precisa justifica a falta de confiança na bolsa.

CAPÍTULO 2 – MERCADOS EFICIENTES E BOLHAS

Neste capítulo, será abordada a teoria dos mercados eficientes, que busca entender como a relação dos agentes e suas concepções de valor afetam ou deveria afetar na prática o preço dos ativos. Além disso, vale citar como o a noção turva de valor e a especulação financeira trouxeram, ao longo do tempo, diversos episódios de bolhas financeiras, que prejudicaram dezenas de investidores.

2.1. A Teoria dos Mercados Eficientes

O mercado de capitais nasceu da necessidade de alocação dos recursos na economia, entre poupador e tomador. Como citado por Eugene Fama¹⁰, de um modo geral, o mercado ideal é aquele onde os preços promovem de forma eficaz essa alocação, onde empresas tomam decisões de investimentos e investidores tomam decisões racionais sobre a capacidade destas de gerar fluxos futuros.

Dessa forma, um mercado eficiente é aquele onde os preços refletem toda informação disponível sobre os ativos, guiados pelas expectativas dos agentes.

Nesse contexto, surge uma importante discussão sobre a capacidade dos analistas de arbitrar sobre o preço dos ativos no mercado. Stephen Ross¹¹, por um lado, entende que o uso e interpretação das informações não gera nenhuma possibilidade de gerar retornos consistentes acima do mercado:

“Se você acha que encontrou um padrão nos preços das ações ou um dispositivo simples para escolher as vencedoras, você

¹⁰ Eugene Fama (EUA, 1939) é um economista dos Estados Unidos, laureado com o Prêmio de Ciências Económicas em Memória de Alfred Nobel de 2013. É conhecido pelas suas contribuições em teoria do portfólio e precificação de ativos.

¹¹ Stephen Ross (EUA, 1944 – 2017) foi professor de economia e finanças na Sloan School of Management, no MIT.

provavelmente não encontrou. Se havia uma maneira tão simples de ganhar dinheiro, alguém já teria encontrado antes. Além disso, se as pessoas tentassem explorar as informações, seus esforços se tornariam autodestrutivos e o padrão desapareceria. ”

Por outro lado, Damodaran ressalta que, ao contrário do senso comum, a análise fundamentalista¹² não necessariamente precisa discordar da teoria dos mercados eficientes. Apesar dos ganhos de uma análise dos fundamentos de um ativo estar atrelado à condição de precificação equivocada do mercado, espera-se que o mesmo passe a precificá-lo corretamente em determinado momento do tempo.

A ideia central é que, por mais que o mercado esteja digerindo incorretamente as informações agora, o mesmo corrigirá seus erros no futuro, o que não tira sua capacidade de ser eficiente. Além disso, qualquer nova informação pode afetar o valor justo da ação, estimulando uma nova avaliação e precificação – reforçando o poder de eficiência.

Nesse aspecto, dado que, na prática, as informações são assimétricas e os tomadores de decisões nem sempre são racionais, o mercado produz inconsistências que tendem a ser corrigidas em determinado momento. Essas inconsistências podem originar as bolhas financeiras, que acompanham grandes prejuízos aos investidores.

2.2. A teoria dos Castelos no Ar¹³

¹² Modelo de análise de ativos baseados em seus próprios fundamentos e informações disponíveis. Busca pelo valor intrínseco baseado na capacidade de geração de caixa para o detentor e o risco embutido na operação.

¹³ Termo utilizado por Burton Malkiel, para exemplificar como as expectativas dos agentes se descolam da realidade em determinadas situações.

Na economia, na psicologia, no esporte, no direito, no mercado acionário e em diversos outros universos, as expectativas dos indivíduos executam um papel crucial no futuro. A mente humana, que é naturalmente irracional, ao estabelecer um prognóstico e torná-lo uma crença, quando movida pelo efeito da multidão, é capaz de tornar esse prognóstico verdadeiro, independentemente da validade inicial existente.

O sistema é conhecido como de profecias autorrealizáveis, que já foi gatilho para diversos estudos da psicologia humana e seu impacto no dia a dia, incluindo o maior e mais assertivo plano econômico do Brasil, o Plano Real¹⁴. Seja qual for a situação, quando as expectativas estão ancoradas para um porto negativo, a situação tende a piorar com o tempo e os resultados podem ser catastróficos.

Apesar de toda teoria do valor, como defendido por John Maynard Keynes¹⁵, na maior parte do tempo os investidores preferem destinar suas energias não para estimar o valor intrínseco dos ativos, mas para analisar como a manada irá se comportar no futuro em relação à esses ativos. O investidor de sucesso é aquele que consegue premeditar que, se o clima é otimista, os agentes vão investir seus recursos e construir “castelos no ar” – comprando antes e ganhando com a especulação.

Na prática, os modelos convencionais de valoração de empresas estão distantes do público em geral e envolvem um trabalho que é mais complexo e subjetivo por natureza. Os mercados que são menores e que a informação é assimétrica, como o brasileiro, são mais suscetíveis a formação de castelos no ar.

Keynes compara o mercado acionário a um concurso de beleza, onde a modelo mais bonita é definida pela maioria dos jurados. Nesse contexto, o voto de um indivíduo, para ser válido, do ponto de vista do jogo, deve levar em conta a expectativa de todos os outros. Cria-se uma situação em que o jurado decide o voto

¹⁴ Plano Real foi um programa brasileiro com o objetivo de estabilização e reformas econômicas, iniciado em 1994. Tal medida provisória instituiu a Unidade Real de Valor (URV), estabeleceu regras de conversão e uso de valores monetários, iniciou a desindexação da economia, e determinou o lançamento de uma nova moeda, o Real.

¹⁵ John M. Keynes (Inglaterra, 1883 — EUA, 1946) foi um economista britânico cujas ideias mudaram fundamentalmente a teoria e prática da macroeconomia, bem como as políticas econômicas instituídas pelos governos.

não com base em seu conceito de beleza, mas no que os outros votarão e assim sucessivamente.

Nesse contexto, um investimento é feito com base na psicologia e nas expectativas dos outros agentes do mercado, independentemente dos fundamentos do ativo. É, portanto, razoável pagar qualquer preço em um ativo se houver outro indivíduo que aceite pagar mais no futuro – para Burton Malkiel¹⁶, evidencia-se a “Teoria do maior trouxa”. O resultado, quase natural, é um mercado que cria, sustenta e especula bolhas e sofre depois com seu próprio estouro.

2.3. As bolhas financeiras

A teoria dos preços baseada nos mecanismos de oferta e demanda já mencionada, baseia-se na hipótese de que os agentes, indivíduos e empresas, reagem a incentivos. Fato é que, historicamente, a economia se prendeu aos incentivos financeiros e não deu foco ao poder das narrativas na tomada de decisão.

Diversos experimentos em marketing, jornalismo, educação, filantropia, etc. mostram como o ser humano responde fortemente a narrativas. Como explanado por Robert Shiller¹⁷, narrativas são histórias simples ou explicações que pessoas, empresas ou a mídia querem trazer à tona, pois podem ser usadas para estimular emoções, preocupações ou promover o interesse próprio.

Um assunto para conversa, uma história heroica ou até uma piada podem ter um elemento contagioso em comum, este que pode gerar mudanças imprevisíveis na economia. A narrativa pode ter uma natureza pandêmica, porém no campo social e ideológico, que é fato gerador das bolhas financeiras.

A bolha, portanto, advém de uma cascata de informação que, de forma viral, toma formato econômico e afeta a tomada de decisão dos investidores. Assim, em

¹⁶ Burton Malkiel (EUA, 1932) é economista e escritor, é famoso por sua defesa da teoria dos mercados eficientes, apesar de provar a ineficiência de alguns mercados em determinadas situações.

¹⁷ Robert "Bob" Shiller (EUA, 1946) é um economista, acadêmico e escritor norte-americano. Foi laureado com o Prêmio de Ciências Económicas em Memória de Alfred Nobel de 2013.

determinado momento do tempo, seja por efeito econômico ou o simples fato da ideia ter ficado menos tentadora, a bolha estoura e transforma o lucro em prejuízo para os especuladores. Para Shiller, a bolha pode ser definida como:

“Uma situação onde notícias de aumentos de preços estimulam o entusiasmo do investidor, que se espalha por contágio de pessoa para pessoa, amplificando histórias que justificam os aumentos de preços e trazem uma classe cada vez maior de investidores, que, apesar das dúvidas sobre o real valor do investimento, são puxados para ele – parte pela inveja do sucesso dos outros, parte por empolgação do jogador. ”

2.3. Bolhas na História

Em 1593, Charles de l'Écluse¹⁸, levou para Leida, no sul da Holanda, uma coleção de tulipas originárias da Turquia. Na próxima década, já não era incomum achar os bulbos coloridos enfeitando os jardins dos ricos no país. Quanto mais exótica era a flor, geralmente atingida por um vírus não letal, mais cara era vendida no mercado.

À medida que os preços aumentavam, as tulipas deixavam de ser vistas como artigos decorativos e viravam uma oportunidade de investimento.

Aos poucos, investidores de todas as classes estavam vendendo seus ativos pessoais (joias, casas, barcos, etc.) para negociar bulbos, esperando que a paixão fosse durar para sempre. Em pouco tempo, um bulbo de tulipa passou a ser vendido por um preço equivalente a 24 toneladas de trigo ou de uma casa em Amsterdã e especuladores lucravam em operações complexas com derivativos¹⁹.

¹⁸ Charles de l'Écluse (França, 1525 — Holanda, 1609) foi um médico e botânico flamengo, um dos mais famosos do século XVI. Foi o criador de um dos primeiros jardins botânicos da Europa em Leiden e é considerado como um dos fundadores da horticultura.

¹⁹ Derivativo é um contrato mútuo no qual se estabelece um valor econômico derivado do seu valor temporal (pagamento futuro) baseado num ativo base como referência.

Em determinado momento, os comerciantes não conseguiram mais inflar os preços e começaram a vender em cascata, motivados por uma onda de pânico. O resultado foi a ruína do mercado e das finanças de milhares de investidores holandeses com o estouro da primeira bolha da história.

No século seguinte, a primeira bolha financeira baseada nas ações de uma empresa foi formada – que muito tem a ver com o caso que será estudado nesse trabalho.

Em 1711, na Grã-Bretanha, após um longo período de prosperidade, foi fundada a Companhia dos Mares do Sul (*The South Sea Company*), para restaurar a credibilidade no governo inglês e servir de veículo de investimentos para milhares de pessoas.

Apesar do monopólio do comércio com a América do Sul, os diretores tinham pouca ou nenhuma experiência com esse tipo de negócio. Até os negócios mais lucrativos na América, como o tráfico de escravos, tinha uma execução abaixo da média – que não afetava o preço das ações no mercado, reforçado pelo poder da narrativa dos empresários.

Além disso, com o crescimento da Companhia do Mississippi (*The Mississippi Company*) na França, os Ingleses respondiam mostrando ainda mais a força de sua empresa. Notícias sobre o apaziguamento da guerra com a Espanha e o aumento da demanda por lã no México aumentavam a confiança. Em 1720, os diretores anunciaram o financiamento de toda dívida nacional britânica, decretando de vez a hegemonia dos mares do Sul e multiplicando por 9 o preço das ações.

Os investidores individualmente pareciam ter plena noção de que estavam investindo em algo que não tinha fundamento, mas baseavam suas ações na ‘Teoria do Maior Trough’, dado que haveria alguém que pagasse mais por aquele papel. Em determinado momento, como em toda fraude, os diretores perceberam que os preços estavam distantes da realidade e venderam suas ações no mercado.

A notícia vazou e o resultado foi uma queda abrupta no preço das ações da Companhia dos Mares do Sul. Milhares de investidores ingleses perderam boa parte de seu capital investido.²⁰

Mesmo com o aprendizado adquirido nessas ocasiões a humanidade continua criando e inflando as bolhas até os dias atuais. Duas das maiores crises econômicas da história, a grande Depressão de 1929 e a Crise dos subprimes em 2008, estão associadas a narrativas, cascatas de informação, preços desconcorrelacionados com fundamentos e bolhas especulativas.

Se os mercados financeiros mais desenvolvidos do mundo, que caminham a passos curtos para a eficiência, ainda estão sujeitos à especulação, o brasileiro ainda é totalmente vulnerável.

No segundo trimestre de 2011, as ações da empresa gaúcha Mundial S.A. valorizaram cerca de 2.950% em cinco meses²¹. Motivado por um aumento sublime no volume de negociação e por uma forte narrativa de crescimento da companhia, os brasileiros experimentaram a bolha especulativa. Dessa vez, no entanto, o negócio não era a aventura no comércio sul-americano, mas tesouras, talheres e os famosos alicates.

²⁰ MALKIEL, B.G.: A Randon Walk Down Wall Street, Editora W. W. Norton & Company; 11ª edição, 2016.

²¹ Dados da B3.

CAPÍTULO 3 – A BOLHA DO ALICATE

Neste capítulo, será abordado o caso da bolha financeira que ocorreu na bolsa de valores brasileira em 2011, mostrando como o fato do investidor brasileiro ainda estar distante de análises de valor pode prejudicá-lo.

3.1. A Narrativa

Em 1896, era fundada a Abramo Eberle, uma pequena oficina de funilaria em Caxias do Sul, no interior do Rio Grande do Sul, com mesmo nome de seu fundador. Anos depois, a empresa começou a produzir lamparinas, talheres, objetos de mesa e até facas e espadas para o exército brasileiro.²²

A companhia surfou o primeiro movimento de industrialização nacional durante a segunda guerra e foi essencial para o desenvolvimento da cidade. Em 1966, 70 anos depois de sua fundação, A Eberle se tornou uma empresa de capital aberto.

Em 1985, a Zivi-Hércules, outra grande empresa de cutelaria gaúcha, dona de uma das mais importantes linhas de talheres do país, a Hércules, se funde com a Eberle, formando o grupo que, mais tarde, viria a se chamar Mundial S.A. Produtos de consumo.

Alicates, tesouras, pinças, esmaltes, etc. foram o motor para um dos maiores episódios de especulação financeira da bolsa de valores brasileira.

A partir do anúncio da aquisição de uma das maiores companhias produtoras de esmaltes no Brasil, a Impala, em 2008, a Mundial começou o que seria o processo de crescimento da empresa. A notícia gerou uma valorização de cerca de 15% no preço das ações da empresa em maio deste mesmo ano, que posteriormente sofreu com a queda da bolsa na grande crise do mercado imobiliário americano.

²² Mundial S.A. relação com investidores.

Durante o ano seguinte, as ações da Mundial S.A. tiveram um volume médio diário de negociação de cerca de R\$ 260.000,00 por dia, entre as ações menos negociadas da bolsa. Além disso, com um valor de mercado de cerca de 80 Milhões de reais, a empresa estava entre as 90 menores listadas no Brasil.

A partir de 2010, no entanto, as ações da *small cap*²³ começaram a ser negociadas a patamares diários bem superiores, com destaque para agosto, onde a ação chegou a um volume médio diário de negociação de R\$ 2.482.246,00.²⁴

Toda essa mudança no padrão de negociação ocorreu concomitantemente ao primeiro fato relevante²⁵ ao mercado divulgado pela companhia no ano, sobre o parcelamento da dívida tributária. Esse fato foi o pontapé inicial para o plano de comunicação com o mercado financeiro, que trouxe mais atenção dos investidores às ações da companhia.

O projeto foi divulgado nos informes da companhia, com uma apresentação aos analistas em 06 de abril de 2011. Com o projeto, a empresa passou a divulgar metas arrojadas de expansão e consolidação, como a venda de imóveis para amortização de passivos e, a principal delas, o desejo de entrada no segmento do Novo Mercado²⁶ da Bovespa, atendendo aos pré-requisitos de governança corporativa - fato que aumentou ainda mais os volumes negociados das ações na bolsa.

Em seu primeiro *Press Release*²⁷ de resultados, publicado em junho de 2011, a respeito do primeiro trimestre do ano, a empresa divulgou:

“ A Mundial SA também tomou nova direção. No fim de março, decidiu se aproximar do mercado de capitais, de forma a se tornar cada vez mais conhecida dos investidores. Foram realizadas visitas a corretoras, teleconferências com investidores e, como evento

²³ Small caps são ações da Bolsa de Valores com menor capitalização de mercado.

²⁴ Dados da B3.

²⁵ Fatos relevantes são acontecimentos que podem afetar o preço das ações ou influenciar a decisão dos acionistas de comprar, manter ou vender os ativos, divulgados formalmente pelas companhias abertas.

²⁶ Novo Mercado é o segmento das empresas abertas com o mais elevado padrão de governança, atendendo regras de responsabilidade e transparência.

²⁷ Press Release de resultados é o modelo mais utilizado pelas empresas para comunicar e entregar os relatórios ao mercado. Além das demonstrações financeiras, contam com uma série de informações que auxiliam o investidor a entender mais do business da companhia.

subsequente, a Mundial AS anunciou a decisão de ingressar no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBovespa. ”

Algumas semanas depois, em 15 de julho de 2011, a empresa divulgou mais um fato relevante, a respeito de um *Stand-by Equity Distribution Agreement*²⁸ (SEDA), a assinatura de um contrato de expansão de capital por um fundo gerido pela Yorkville Advisors, gestora norte-americana. Além desses, emissões de Eurobonus²⁹ e expansão no mercado internacional eram outros objetivos divulgados pela companhia, que geravam euforia no mercado.

Entre junho e julho de 2011, as ações da Mundial, superaram os volumes negociados das maiores companhias abertas da bolsa de valores brasileira, como Petrobras e Itaú.³⁰

No auge da negociação, como documentado pela revista EXAME, o papel chegou a ser cotado para entrar no Índice Ibovespa, que reúne as companhias mais importantes da bolsa, de acordo com critérios de negociabilidade.

Nesse período, entre fevereiro e julho de 2011, as ações da empresa saíram do patamar de R\$ 0,23 por ação em março, chegando a incríveis R\$ 7,01 em julho, uma valorização de cerca de 3.000%. O valor de mercado da companhia chegou a R\$ 1,3 Bilhão, 130 vezes maior que o lucro apresentado em 2010 e o índice Ibovespa desvalorizou cerca de 13%, fator que atraiu ainda mais investidores para o ativo.

No final de julho, no entanto, rumores e polêmicas acerca de possíveis fraudes e manipulações de mercado começaram a vir à tona no mercado, resultando em uma queda de 91% em alguns dias, passando a valer alguns centavos novamente

²⁸ Uma entidade financeira concorda em comprar privadamente um máximo definido de ações a serem oferecidas em lotes específicos durante um período especificado.

²⁹ Título de dívida de longo prazo, equivalente às debêntures brasileiras, que em geral prevê o pagamento de parcelas periódicas de juros e o reembolso do principal apenas no vencimento do título.

³⁰ Dados da B3.

e milhares de investidores, atraídos pela especulação, tiveram prejuízos substanciais com a bolha do alicate.

No dia 30 de novembro do ano seguinte, o ministério público do Rio Grande do Sul denunciou 10 pessoas por formação de quadrilha e manipulação de mercado, sendo duas delas acusadas também de *insider trading*, ou seja, uso de informação privilegiada – na ação Penal Nº 5067096-18.2012.4.04.7100/RS. Além disso, a CVM abriu um processo administrativo (PA), CVM SEI 19957.002261/2018-21 para apurar deficiências nos trabalhos de auditoria da empresa nos balanços divulgados de 2012 a 2015.

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA MUNDIAL S.A.

Neste capítulo serão abordados os principais fundamentos da Mundial S.A., que servirão de base para a análise de valor da empresa. Os aspectos técnicos aqui discutidos permeiam a visão da empresa em 2010, com base no histórico divulgado desde 2006. Dessa maneira, o objetivo foi entender quais as principais perspectivas dos investidores para a valorização da empresa.

4.1. Atuação e Linhas de Negócio

Com a fusão de empresas que atuavam em *businesses*³¹ diferentes, a Mundial S.A. surgiu como uma *holding*³² industrial que possui 4 linhas de negócios: Fashion, Personal Care, Gourmet e Syllent.

Atuante no mercado interno e exportadora para mais de 35 países, a empresa possui um grande histórico comercial.

4.1.1 – Linha de Cuidados Pessoais

A linha de produtos de consumo para cuidados pessoais, ou *Personal Care*, engloba os produtos mais famosos da empresa, como tesouras, cortadores, pinças e alicates para cutículas e unhas, além da Impala, referência no segmento de esmaltes de unha. Em 2010, esse segmento ainda tinha papel secundário na receita bruta da Mundial, mas o mercado e a companhia já percebiam como modelo de negócios mais importante, por conta do valor da marca e potencial de crescimento.

A Impala, depois de ser absorvida pela Mundial, viu sua participação de mercado sair de 10,9% para 13,9% em 1 ano³³. Ainda que aquém das competidoras

³¹ Atividades; Negócios.

³² Sociedade criada com o objetivo de administrar um grupo de empresas.

³³ Dados da Nielsen (empresa que oferece informações em pesquisas de mercado, usando metodologias próprias), 2010.

Risqué (38,1%) e Colorama (30,5%), havia um grande potencial a ser conquistado com os ganhos de visibilidade, distribuição e renovação. Posteriormente, em 2016, a companhia anunciou a Impala como segundo maior *player* desse setor.

Além disso, em 2010, a perspectiva era excelente para o setor de cuidados pessoais, seguindo de uma década e meia de crescimento anualizado superior a 10% ao ano, segundo dados da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC). O aumento e democratização dos produtos estéticos para a população também era um *driver* positivo para a receita da divisão.

No entanto, a ciclicidade do setor foi um problema na década posterior, de crescimento quase-nulo da economia – entre 2010 e 2019, o setor cresceu 2,5% ao ano, contra 1% do PIB, excluindo o ano de 2020 e os impactos negativos da pandemia do coronavírus.³⁴

4.1.2 – Linha de Moda

Outra importante linha de negócios da empresa, caracteriza-se pelos produtos da Eberle Fashion, botões e enfeites metálicos, além de outros aviamentos para indústrias de confecção e calçados, segmentados entre o mercado de moda – principalmente as linhas jeans e surf e streetwear - e o consumo em massa.

O setor é bastante dependente do nível de consumo do Brasil, principalmente do setor de vestuário, além do câmbio. À medida que os varejistas se voltaram para a importação direta como forma de redução dos custos da mercadoria vendida, o produtor nacional dos componentes de confecção, sofrem com preços e margem.

4.1.3 – Linha de Alimentação

A terceira linha de negócios da companhia, a divisão de alimentação, ou *Gourmet*, é composta pelas facas e talheres, tesouras e chairas para culinária profissional e doméstica. As marcas Mundial e Hércules Gourmet são referência em qualidade e inovação, tanto no mercado interno quanto externo, principalmente a Argentina.

³⁴ Dados da ABIHPEC, 2020.

4.1.4 – Linha de Bombas Hidráulicas

Por último, a linha de negócios de bombas hidráulicas, ou *Syllent* assim como o principal produto, representa a comercialização de bombas de movimentação de água, com aplicação em redes hidráulicas e hidromassagens. Beneficia-se da atuação no segmento de banheiras e spas de alto nível, além do efeito cambial para importação desse tipo de produto pelo consumidor final.

4.2. Análise da Operação

Uma das principais características do *business* da Mundial S.A. é a forte dependência do consumo interno brasileiro e conseqüentemente do crescimento da renda do país. Esse fator gera exogeneidade na capacidade de expansão da empresa, que dependerá de ciclos econômicos fortes para consolidação.

A perspectiva econômica em 2011 era forte e bem diferente da efetiva nos 10 anos subsequentes. A década de 2000 a 2011 foi de crescimento do produto brasileiro anualizado de 3,7%³⁵, movido pelo aumento do consumo das famílias, da confiança do consumidor e das perspectivas econômicas dos países emergentes.

No entanto, a década de 2010 a 2019 foi marcada por uma forte estagnação externa e crises econômico-políticas internas, que resultaram em um crescimento de 1,9% ao ano. Se acrescentarmos a projeção de PIB para o ano de 2020, marcado pela crise do coronavírus, é provável que estejamos falando de mais uma década perdida na economia nacional.

A divisão Fashion da companhia, que até então era a maior em termos de receita, é a mais dependente de variáveis macroeconômicas. No entanto, todos os produtos da empresa possuem um viés de consumo cíclico, com destaque ainda mais negativo para a divisão *Syllent*, que tem perfil de luxo.

³⁵ Dados do IBGE.

4.2.1 Custos e Despesas

Uma das principais limitações da companhia é comercializar produtos que possuem pouco valor agregado. Nesse sentido, mesmo com uma marca relativamente forte, a empresa não tem grande facilidade de repassar custos para os consumidores, nem um alto grau de fidelização do cliente. Esse fator acaba refletindo nas margens da empresa.

Se analisarmos o crescimento de receita desde 2006 até 2019, este não se refletiu em ganho de escala e margem bruta, refletindo um aumento proporcional no lucro bruto ao longo do tempo.

Em 2009, a empresa implementou o programa de “Vigilantes do custo”, com o objetivo estrito de reduzir custos e despesas desnecessárias da companhia, melhorando as margens e a atratividade das operações.

Mesmo com os esforços do programa de restrição de custos, o objetivo da empresa de impactar essas linhas não se concretizou ao longo do tempo.

Parte desse efeito também pode ser explicado por conta de boa parte dos custos estarem atrelados a *commodities* metálicas, que tem seus preços cotados em dólares. Cobre, níquel, alumínio, ferro e aço são algumas das principais matérias primas da Mundial. Se por um lado a depreciação do real é ponto positivo para a receita da companhia, o efeito é reverso na linha de custos.

A alteração na cesta de produtos vendida pela companhia é um dos principais projetos para contornar a dificuldade com custos. A divisão Personal Care possui uma margem bruta até 10% maior que a linha Fashion - que era a mais importante na receita da empresa - e um apelo de marca bem mais significativo, que garante mais facilidade em repassar preços aos consumidores.

Nesse aspecto, a companhia foi eficaz em aumentar, ao longo do tempo, a participação dessa linha de negócios na receita, assim como projetavam em 2010.

Em relação as despesas operacionais, o *management*³⁶ da companhia também não se mostrou tão eficiente em sua redução. Algumas estratégias como a reabsorção da distribuição e comercialização da linha Personal Care, que permitiu entrega direta para mais de 3.500 clientes em 2014, antes atendidos por terceirizados, e a reestruturação na estrutura de despesas administrativas em 2016 foram importantes, mas não foram capazes de gerar impactos realmente significativos para essas linhas ao longo do tempo.

4.2.2 Endividamento

Potencialmente o principal ponto de *turnaround*³⁷ da empresa, o que poderia gerar um efeito positivo nas impressões dos acionistas é a reversão do passivo tributário de curto e longo prazo, que onera a geração de caixa para o acionista.

Em 2011, a Mundial possuía cerca de R\$ 500 Milhões em dívidas tributárias a pagar, sendo estas municipais, estaduais e federais e contribuições sociais atrasadas. A adesão ao Programa de Refinanciamento de Dívidas - REFIS, iniciativa de negociação e parcelamento fiscal com a união, em 2009, era uma esperança da empresa retomar a saúde financeira, lhe custando apenas 1,2% da receita anual.

O programa contava com, além do parcelamento fiscal, aproveitamento dos benefícios de utilização de créditos e redução de multas, juros e encargos. No ano seguinte, ainda, a companhia aderiu ao programa AJUSTAR-RS, relevante ao parcelamento de débitos relativos ao ICMS também.

No entanto, as iniciativas tiveram um resultado bem distante do esperado. A dificuldade no crescimento de geração de caixa da companhia, aliado ao estoque de dívida crescente a uma SELIC alta e a efetividade do programa de parcelamento estar muito á quem do esperado foram extremamente negativos para a empresa e o

³⁶ Conjunto de gestores à frente da companhia.

³⁷ Turnaround (em português, algo como "dar a volta" ou "virada") é um termo em inglês, utilizado internacionalmente e que indica um conceito de recuperação em gestão estratégica.

acionista. O risco atrelado à dívida tributária é que esta se converta em execução fiscal, que pode causar danos às contas e patrimônio da empresa e garantia.

Além disso, o que de fato aconteceu ao longo do tempo, foi a dificuldade da empresa em captar dívida para alongar seu passivo, chegando em 2019 com 96,8% deste no curto prazo, que amplifica ainda mais as despesas financeiras.

4.2.3 Ambiental, Social e Governança

Em março de 2011, a Mundial deu um importante passo em termos de governança corporativa. Todas as ações preferenciais, que não garantem direito a voto, foram convertidas em ordinárias, ou seja, garantiu participação do acionista minoritário nas assembleias da companhia, aumentando a tomada de decisão no futuro da companhia.

Esse passo foi crucial para o projeto da companhia de entrar na categoria do Novo Mercado da BM&F Bovespa³⁸. Contudo, os problemas especulativos no ano e as investigações referentes ao caso foram as principais justificativas do indeferimento do processo aberto junto à bolsa, no ano seguinte.

No referente às iniciativas sociais e ambientais, a Mundial é ativa no desenvolvimento e preservação na comunidade que está instalada. Com um histórico de diversos programas de cunho social, como o projeto Pescar, que envolve a formação de jovens em vulnerabilidade para exercer os ofícios que a companhia domina, e o Programa Viva com a Gente Mundial, que busca proteger os funcionários das drogas e garantir uma melhor qualidade de vida.

A companhia divulga anualmente um relatório socioambiental, onde lista as diversas iniciativas e práticas sustentáveis que cultiva. O tratamento de efluentes, resíduos sólidos industriais, reciclagem e logística reversa fazem parte do quadro de prioridades da companhia há vários anos.

³⁸ Antigo nome da B3.

CAPÍTULO 5 – VALUATION: MÉTODOS E MODELOS

Neste capítulo serão abordados os principais métodos de valoração de ativos, que utilizam os fundamentos técnicos e subjetivos das empresas para a obtenção do valor justo.

5.1. Os fundamentos de uma empresa

Em cada pequena situação que nos deparamos em nossa vida estamos tomando alguma decisão. Desde o momento em que acordamos, decidimos acerca do que vamos nos alimentar, o que vamos nos vestir, para onde vamos, etc.

Para uma empresa e um investidor, a situação é bem similar. O investidor toma a decisão de investir seu capital em um empreendimento e os administradores desse empreendimento tomam a decisão acerca de como investirão esse dinheiro. Assim, cada empresa escolhe seu mercado, seu modelo de negócios, seu produto, seus clientes, etc.

Nesse processo de tomada de decisão constante, a contabilidade é uma ferramenta essencial no auxílio da decisão consciente. Com os números da empresa, é possível analisar seu passado, entender seu presente e projetar seu futuro.

A análise fundamentalista procura, a partir do histórico da empresa, entender como tem funcionado o modelo de tomada de decisão da mesma e se este pode ou não ser sustentável no futuro.

O trabalho do analista é entender por que a firma está provendo algum bem ou serviço à sociedade e como ele está sendo recebido por ela. Depois, é necessário entender se aquele projeto é rentável e por quanto tempo ele pode funcionar.

Além disso, é preciso entender qual o risco dessa operação e qual a sua disposição, como investidor, a enfrentá-lo. Por isso, o método dos fluxos de caixa descontados, em inglês “Discounted Cash Flows” (DCF), visa agregar todos os fundamentos da empresa às visões do analista, procurando um preço justo pelo ativo observado.

5.2. Fluxos de caixa descontados

Como já citado anteriormente, o valor de um ativo está em sua capacidade de gerar caixa para o detentor no futuro. Logo, se for possível alcançar uma estimativa dos fluxos de caixa que a empresa gerará no futuro, tendo como hipótese de que mesma estará para sempre em operação, e trazê-los a valor presente sobre uma determinada taxa de desconto, será possível estimar o valor de uma empresa. Assim, a partir dos fundamentos da firma e das projeções do analista, temos que:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

Onde:

r é a taxa de desconto do fluxo,

t é o período corrente do fluxo,

n é o número de períodos que a empresa estará em atividade e

FCt representa o fluxo do período.

Nesse contexto, estima-se o valor da firma projetando os fluxos de caixa da firma para os anos subsequentes.

Se presumirmos, no entanto, que a firma pode durar para sempre, é necessário estimar um valor para sua perpetuidade, este que engloba todos os fluxos de caixa a partir do último ano projetado. Podemos estimar que, depois que a firma atinge sua ‘maturidade’, seu crescimento ocorrerá em uma taxa constante para sempre, tendo assim:

$$Valor da firma na perpetuidade = FC_{n-1} \times \frac{1 + g_n}{r - g_n}$$

Onde:

g_n representa a taxa de crescimento na perpetuidade e

FC_{n-1} representa o último fluxo de caixa projetado, que comumente representa o fluxo da firma em sua maturidade.

Então, ao projetar e trazer a valor presente os fluxos de caixa da firma e seu valor na perpetuidade, é possível encontrar o valor intrínseco da firma, este que pertence aos seus fundamentos e capacidade de geração de fluxos em sua operação.

O modelo pautado pela literatura, porém, é sensível aos olhos do analista e deve ser explorado com cautela. A taxa de crescimento na perpetuidade (g_n), por exemplo deve estar alinhada com algumas premissas básicas para que faça sentido.

Se uma empresa, por mais relevante que seja em seu mercado, cresce, na perpetuidade, a uma taxa maior que suas concorrentes, em breve ela será maior que todo seu mercado. Se esta cresce à uma taxa maior que a própria economia, em um futuro distante, a mesma será maior que todo o PIB de seu país.

Dessa maneira, seja para uma *start-up*³⁹, uma firma pequena, uma grande detentora de mercado ou uma empresa em decadência é necessária cautela acerca das premissas assumidas no *valuation*. Além disso, é preciso entender para qual é o destino da geração de caixa da firma e entender qual o valor de se tornar, de fato, um sócio do empreendimento.

5.2.1 Fluxo de caixa para o Acionista e para a Firma

A contabilidade, como cita José Carlos Marion⁴⁰, nasceu com o próprio nascimento da humanidade. A acumulação de capital através das relações comerciais e prestação de serviços, da mesma maneira, é quase natural da essência humana.

³⁹ Pequena empresa ou empreendimento que está buscando um modelo de negócios rentável e escalável em um ambiente de incerteza.

⁴⁰ José Carlos Marion é professor na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP) onde leciona matérias de contabilidade societária e internacional. Possui doutorado pela USP e pós-doutorado pela universidade de Kansas, nos EUA.

Até mesmo no livro de Gênesis, o primeiro da bíblia, é possível notar indícios de uma competição pelo crescimento de riqueza, esta que se baseava no rebanho de ovelhas, entre Jacó e seu sogro Labão. Graças à análise quantitativa, por mais simplória que fosse, era possível encontrar um “vencedor” nessa disputa.

Assim, à medida que o mundo se desenvolveu e as práticas contábeis se especializaram em entender o funcionamento das empresas, a análise quantitativa se especializou e construiu o que conhecemos como demonstrativos financeiros.

Esses relatórios, que hoje são modelos mundiais para regulação, tributação e apuração de resultados, são base para o entendimento dos fundamentos e rentabilidade das empresas. Destacam-se, entre eles: o Balanço Patrimonial, que apresenta todos os ativos e passivos da firma em questão; O Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE), responsável pela apuração do resultado da operação e o Demonstrativo dos Fluxos de Caixa, que mostra todo o processo que originou caixa para firma no período analisado.

O objetivo da análise é entender a capacidade da empresa avaliada de gerar caixa.

No entanto, dado que a empresa se financia de formas distintas, através da tomada de dívida ou do investimento via capital próprio, sua geração de caixa pode pertencer a diferentes detentores em diferentes parcelas.

O fluxo de caixa para a firma, em inglês *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), mostra todo o caixa que a firma gera com sua produção, independente de como a mesma se financia.

O Fluxo de caixa para o acionista, em inglês *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), corresponde a parcela desse caixa que pertence aos sócios do empreendimento, aqueles que investiram seu dinheiro no patrimônio líquido da firma.

Assim é possível calcular o fluxo de caixa livre para a firma através do modelo:

Tabela 1: Fluxo de Caixa Livre para a Firma, por Damodaran

(+) EBIT (1-t)
(-) Investimentos Físicos
(+) Depreciação
(-) Δ Necessidade de Capital de Giro
(+) Itens não-caixa no DRE
(-) Partes Estatutárias
<u>(=) Free Cash Flow to Firm</u>

* Δ significa variação

Onde EBIT representa, em inglês, “*Earnings before Interest and Taxes*”, em tradução livre, lucro antes dos juros e impostos, ou seja, o lucro operacional da empresa, sua capacidade de geração de caixa a partir de sua operação; t representa a alíquota efetiva de imposto aplicada sobre a firma em questão.

Para entendermos qual parcela pertence ao detentor do patrimônio líquido, segue o modelo do fluxo de caixa livre para o acionista:

Tabela 2: Fluxo de Caixa Livre para o Acionista, por Damodaran

(+) Lucro Líquido
(-) Investimentos Físicos
(+) Depreciação
(-) Δ Necessidade de Capital de Giro
(+) Δ Capital Social
(-) Cancelamento de Capital
(+) Emissão de novas dívidas
(-) Pagamento de Principal
(+) Itens não-caixa no DRE
(-) Partes Estatutárias
<u>(=) Free Cash Flow to Equity</u>

* Δ variação

Assim, é possível modelar de que maneira a empresa funciona e como está retribuindo seus acionistas e credores através de seu negócio. Os fluxos futuros dependem de que ponto a firma está em seu processo de maturação.

Como citado por Damodaran, apesar de firmas maduras parecerem mais simples de serem avaliadas dada sua previsibilidade de geração de caixa, nem sempre práticas tradicionais são boas e qualquer mudança na gestão interna da firma pode causar impacto em seu valor.

Assim, é preciso entender de maneira global os fluxos e compará-los aos das empresas concorrentes de modo que, estimando uma taxa de desconto crível, seja possível achar um valor coerente para a empresa.

5.3 A Taxa de Desconto

Depois da projeção dos fluxos de caixa de uma empresa, compreendendo o potencial retorno financeiro para o investidor, é preciso trazer esses fluxos para o valor presente, dado o custo de oportunidade de investir em um ativo sem risco.

Toda empresa possui duas maneiras distintas de se financiar: via capital próprio dos acionistas (emissão de ações), ou via capital de terceiros, através da emissão de dívida. Dessa maneira, o custo médio ponderado de capital ou *Weighted Average Cost of Equity* (WACC) na sigla em inglês é um interessante estimador da taxa de desconto, na fórmula:

$$WACC = Ke * \left(\frac{E}{(E + D)} \right) + Kd * \left(\frac{D}{(E + D)} \right) * (1 - t)$$

Onde:

Ke é o custo do capital próprio,

Kd é o custo da dívida,

E é o valor de mercado da empresa

D é o valor de mercado da dívida

t é a alíquota efetiva de impostos

5.3.1 O Custo do Capital Próprio e da Dívida

Um dos modelos mais utilizados para se encontrar o custo do capital próprio é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que busca compreender o custo de ser acionista de uma empresa baseado nos retornos do mercado e os riscos sistêmicos do mercado de ações.

Supondo a inexistência de custos de transação e problemas relativos à liquidez em um mercado eficiente, onde o risco específico de cada ativo pode ser diversificado, o risco sistemático, ou seja, aquele que afeta todo o mercado, deve ser levado em conta.

Desta forma, há um custo para o detentor de capital próprio para investir em um ativo que está sujeito a um risco sistemático em contraponto a um ativo livre de risco, como um título longo do governo. Logo, deve existir um prêmio de risco no mercado de ações.

O risco relativo para empresas diferentes na bolsa, será medido através de um beta, que representa o risco incremental de uma ação para um investidor diversificado. Este é definido como o coeficiente da regressão entre os retornos do ativo e o agregado do mercado. Assim, temos:

$$E(R_i) = Ke = Rf + \beta_i * (E(R_m) - Rf)$$

Onde:

Ke é o custo do capital próprio,

Rf é a taxa livre de risco da economia,

E (Rm) é o retorno esperado do mercado

β é a sensibilidade da ação frente o risco de mercado

CAPÍTULO 6 – O VALOR JUSTO DA MUNDIAL S.A.

O objetivo deste capítulo é entender até que ponto as expectativas do mercado financeiro acerca da valorização das ações da Mundial S.A. eram racionais. Se, em 2010, o valor da companhia era maior que seu preço negociado, até que ponto a valorização fez sentido e quando se tornou um problema especulativo, estando muito acima desse valor.

6.1. Taxa de desconto

Para estimar a taxa de desconto correta que deveria ter sido utilizada pelos analistas e investidores de 2010, é preciso utilizar as premissas e variáveis coerentes com aquele momento.

Utilizando a metodologia do custo médio ponderado de capital, foi realizada uma extensa pesquisa acerca de como o mercado se posicionava no período acerca das variáveis macroeconômicas que eram importantes para a análise.

Para a taxa livre de risco (R_f), foi utilizada a taxa média da NTN-B⁴¹ com vencimento em 2035 durante o ano 2010, o ano que o ativo foi analisado. Como o risco desse tipo de ativo consiste no *default*⁴² do governo para com os títulos públicos, era coerente, à época, utilizar a taxa do título mais longo como livre de risco.

Para o prêmio de risco do mercado acionário, foi usada a taxa de 6,5% de excesso de ganhos históricos, a mesma utilizada por Póvoa em sua literatura.

O β ⁴³ foi obtido através da regressão dos retornos históricos da Mundial contra os retornos do índice Ibovespa, realizada pelo site Investing.com⁴⁴. O

⁴¹ NTN-B é um tipo de título da dívida pública emitido e negociado no Tesouro Direto. É chamado de Tesouro IPCA+ (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), uma vez que parte da sua rentabilidade é atrelada a inflação medida por esse indicador.

⁴² Default significa o não cumprimento de uma cláusula de um contrato de empréstimo por parte do devedor.

⁴³ Parâmetro.

⁴⁴ <https://br.investing.com/equities/mundial-sa-produtos-de-consumo>

resultado obtido mostra uma ciclicidade baixa do ativo frente variações do mercado acionário, que pode ser relativo ao histórico de baixa liquidez do papel.

O valor do capital próprio da empresa foi calculado através da multiplicação do preço das ações da Mundial (MNDL3) em dezembro de 2010, ajustado para o número atual de ações, dada uma sequência de grupamentos das ações que ocorreu posteriormente. O valor do capital de terceiros e o custo médio da dívida, este atrelado a taxa de juros da economia do período, que girava em torno de 11% ao ano, foram extraídos das demonstrações financeiras da Mundial S.A. referentes ao fechamento do mesmo ano.

Se os investidores de 2010 tivessem aplicado as premissas corretas na equação, teriam uma taxa de desconto de 7,82%, como calculado abaixo.

WACC	7,82%
E (R\$ 000)	71.580
% E	8,40%
Ke	8,91%
Rf (Média NTN-B 2050)	5,92%
β	0,46
E(Rm) Brasil	12,4%
# Ações	2.480.260
Fechamento MNDL3 (31/12/2010)	R\$ 28,86
D (R\$ 000)	780.308
% D	91,60%
Kd	11,70%
Taxa de juros sobre a dívida	11,70%
Alíquota IR & CSLL	34,00%

Figura 1: WACC

Fonte: B3, Investing, Póvoa (2012), Mundial R.I.

Elaboração própria

6.2. O Valor da Mundial

Sendo assim, se esses investidores tivessem noções críveis ou apuradas dos fluxos de caixa futuros da Mundial S.A. e trouxessem esses fluxos a valor presente pela taxa de desconto correta, encontrariam o valor justo da empresa para comparar com o preço de mercado.

Este trabalho usa como aproximação a premissa de que os agentes podiam, em 2010, projetar exatamente quais seriam os fluxos de caixa para os próximos 10 anos, levando como base os fundamentos da empresa. Nesse caso, os fluxos de caixa projetados foram exatamente equivalentes à realidade.

Nesse caso, o valor da firma estaria concentrado na perpetuidade e a possibilidade de a empresa crescer em concomitância com a economia nos anos subsequentes. Faz sentido utilizar uma taxa de crescimento (g) de 2% para os fluxos de caixa da firma no longo prazo.

Se os investidores trouxessem os fluxos de caixa projetados a valor presente pela taxa de desconto calculada, chegariam a um valor da empresa de R\$ 868 milhões. No entanto, se corrigissem esse valor pelo montante de dívida no ano de 2010, o valor do capital próprio se reduz a R\$ 87 milhões, que ressalta ainda mais o problema do passivo da empresa para o acionista.

Vale destacar a importância da projeção da dívida para o *valuation* da Mundial. É evidente que o custo e o montante da dívida são determinantes no valor da empresa, principalmente se havia uma perspectiva de redução ou estabilização de passivo ao longo dos próximos anos da empresa, em 2010.

Se a empresa, de fato, esboçasse capacidade de reverter o passivo tributário via refinanciamento, haveria um potencial para desonerar o caixa e reinvestir nas linhas de negócios com maior potencial, descolando realmente do seu preço. O que se observou, no entanto, foi um aumento gradativo da dívida até 2019, com menor capacidade ainda de pagamento.

VP FCF (R\$ 000)	2010	2011	...	2015	2016	...	2018	2019
158.398	-28.628	13.731		-2.727	23.711		27.600	19.074
VP Perpetuidade (R\$ 000)	709.645							
g	2%							
Valor do Equity	87.735							
Enterprise Value	868.043							
Aplicações financeiras	7.608							
Dívida Bruta	787.916							

Figura 2: FCF

Fonte: Mundial R.I.

Elaboração própria

Portanto, dividindo o valor do capital próprio da companhia pelo total de ações disponíveis, chega-se a um valor por ação de R\$ 35,37, superior em 22,6% ao preço de negociação do final de 2010.

No entanto, como vimos, a euforia e o comportamento de massa levaram o preço dos ativos a um patamar muito maior que o valor intrínseco do ativo.

MNDL3	35,37
Valor do Equity (R\$ 000)	87.735
# Ações	2.480.260
Fechamento MNDL3 (30/12/10)	28,86
<i>Upside/Downside</i>	22,6%
Fechamento MNDL3 (19/07/11)	841,18
<i>Upside/Downside</i>	-95,8%

Figura 3: Preço Justo

Fonte: B3, Mundial R.I.

Elaboração própria

Evidencia-se que, se os investidores tivessem utilizado as premissas corretas, chegariam a um valor de mercado coerente com a valorização da empresa.

No entanto, esse potencial de valorização ainda era muito menor que o que de fato aconteceu com a valorização de cerca de 2.950%.

Isso ocorreu por conta de um grande descolamento entre as premissas ou cenários factíveis e as expectativas do mercado eufórico, que se tornou não mais um investimento de valor, mas um ativo de especulação.

Dessa maneira, assim como prevê a teoria dos mercados eficientes, o mercado tratou de corrigir o preço e penalizou os especuladores.

CONCLUSÃO

Em suma, o objetivo deste trabalho foi discorrer e analisar o papel da análise fundamentalista, pautada no valor dos ativos, para o mercado acionário de uma economia emergente.

A especulação é uma característica inerente de qualquer mercado e investimento. A humanidade sofre com bolhas há centenas de anos e, com certeza, ainda sofrerá com várias enquanto houver qualquer tipo de negociação.

No entanto, cabe ao investidor, escolher quais são os tipos de ativos que quer investir e quais teses deseja comprar, para no longo prazo colher os frutos.

A Mundial S.A., empresa com mais de 120 anos de atuação no sul do Brasil, podia ser um caso de *turnaround*. No entanto, a busca pelo lucro rápido e as oportunidades dos especuladores, criaram um dos maiores escândalos da história da bolsa de valores brasileira, a Bolha do Alicate.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CIPOLLA, C. M.; História econômica da Europa pré-industrial, 1ª edição. Editora Edições 70, 1974.

DAMODARAN, A.; Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2ª edição. Editora John Wiley & Sons, 2002.

DAMODARAN, A.; Avaliação de empresas. 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; e WESSELS, D., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 6ª Edição. Editora John Wiley & Sons, 2016.

MARION, J. Contabilidade Empresarial. Atlas, 2015.

Demonstrações Financeiras Padronizadas: Mundial S.A. Relações com Investidores. Disponível em: <http://mundial-sa.com.br/#/investidores>

PÓVOA, Alexandre. Valuation Como Precificar Ações. Elsevier, 2012.

ROSS, WESTERFIELD, JAFFE; Corporate Finance, 10ª edição. Editora McGraw-Hill Education, 2012.

FAMA, E.: Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work

MALKIEL, B.G.: A Randon Walk Down Wall Street, Editora W. W. Norton & Company; 11ª edição, 2016.

KEYNES, J.M.: The General Theory of Employment, Interest and Money.

SHILLER, R.J.; AKERLOF, G.A. Animal Spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. 1ª Edição, Princeton University Press, 2009

SHILLER, R.J., Speculative Asset Prices, Yale University, 2013

SHILLER, R.J., Narrative Economics, Yale University, 2017