

# **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: CRITÉRIOS UTILIZADOS NA DETERMINAÇÃO DA TAXA DE DESCONTO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

## **Autoria**

**Thomaz Iwao Mandai**

Administração de empresas/Escola Superior de Engenharia e Gestão - ESEG

**Adriano Gomes**

Administração de Empresas/Escola Superior de Propaganda e Marketing - ESPM

## **Resumo**

No mercado acionário, há duas formas para se avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado. A primeira é chamada de avaliação empresarial, que utiliza os fluxos de caixa livres da empresa e o WACC (weighted average cost of capital) como taxa de desconto. A segunda é a avaliação patrimonial, que utiliza os fluxos de caixa livres do acionista, sendo a taxa de desconto baseada no modelo CAPM (capital asset pricing model). Apesar de ser uma abordagem muito utilizada pelas avaliadoras de empresas, é comum se verificar a utilização de taxas de descontos não condizentes com a literatura, o que poderia levar os investidores a tomarem decisões equivocadas na escolha de seus investimentos, criando-se expectativas irreais de geração de riquezas dos ativos escolhidos ou trazer problemas para a empresa, como a desvalorização do preço de suas ações. Devido à relevância dessa questão, buscou-se verificar através dos laudos de Ofertas Públicas de Ações, publicados pela Comissão de Valores Mobiliários nos períodos de 2005 a fevereiro de 2015, as empresas que não utilizaram as taxas de descontos com base na literatura corrente, bem como os motivos que as levaram a essa opção.

Área Temática: Finanças

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: CRITÉRIOS UTILIZADOS NA DETERMINAÇÃO DA  
TAXA DE DESCONTO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

**RESUMO:** No mercado acionário, há duas formas para se avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado. A primeira é chamada de avaliação empresarial, que utiliza os fluxos de caixa livres da empresa e o WACC (*weighted average cost of capital*) como taxa de desconto. A segunda é a avaliação patrimonial, que utiliza os fluxos de caixa livres do acionista, sendo a taxa de desconto baseada no modelo CAPM (*capital asset pricing model*). Apesar de ser uma abordagem muito utilizada pelas avaliadoras de empresas, é comum se verificar a utilização de taxas de descontos não condizentes com a literatura, o que poderia levar os investidores a tomarem decisões equivocadas na escolha de seus investimentos, criando-se expectativas irreais de geração de riquezas dos ativos escolhidos ou trazer problemas para a empresa, como a desvalorização do preço de suas ações. Devido à relevância dessa questão, buscou-se verificar através dos laudos de Ofertas Públicas de Ações, publicados pela Comissão de Valores Mobiliários nos períodos de 2005 a fevereiro de 2015, as empresas que não utilizaram as taxas de descontos com base na literatura corrente, bem como os motivos que as levaram a essa opção.

**Palavras-chave:** Fluxo de caixa descontado, Taxa de desconto, avaliadora de empresas.

**ABSTRACT:** In the stock market, there are two ways to evaluate a company by the discounted cash flow. The first one is called business valuation, which uses free cash flows of the company and the Weighted Average Cost of Capital as a discount rate. The second one is the equity valuation, which uses free shareholder cash flows, the discount rate being based on Capital Asset Pricing Model. Although it is a method commonly used by evaluative companies, it is common to see the use of inconsistent discounted rates to the literature, which could lead investors to make bad decisions when choosing their investments, creating unrealistic expectations of generation of wealth from selected assets or creating trouble to the company, as the devaluation of its stock price. Due to the relevance of this issue it sought to verify through Ofertas Públicas de Ações - OPAs, published by Comissão de Valores Mobiliários - CVM from 2005 to February 2015, the companies that didn't use the discount rates based on the current literature, and the reasons that led to this option.

**Keywords:** Discounted cash flow, Discount rate, Evaluative companies.

## 1 INTRODUÇÃO

Uma das técnicas utilizadas para se determinar o valor de um ativo é a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, que parte da premissa de que o valor de uma empresa é o valor presente dos fluxos de caixa previstos que a companhia é capaz de gerar ao longo de sua vida útil. Segundo Samanez (2010), eles são a principal matéria-prima para estimar o valor de uma empresa, medir a rentabilidade de um projeto de investimento, planejar as operações ou estabelecer a capacidade de pagamento de uma dívida. Essa técnica revela as entradas e saídas de dinheiro ao longo do tempo, sendo largamente utilizada no mercado para avaliação de empresas para estudos de viabilidade, compra, venda e abertura de capital de companhias, permitindo ao investidor conhecer o retorno esperado de um empreendimento.

Para se determinar o valor de um ativo, é necessário escolher a taxa de desconto adequada para o respectivo fluxo de caixa. Para mensurar o valor de uma empresa utilizando o seu fluxo de caixa, adota-se o custo médio ponderado de capital - WACC (*weighted average cost of capital*), que representa o custo composto de financiamento de todas as fontes de capital. Ao se utilizar o fluxo de caixa do acionista, adota-se o modelo de precificação de ativos - CAPM (*capital asset pricing model*), que representa apenas o custo de financiamento pelo patrimônio ou a taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2002; SAMANEZ, 2002).

Contudo, apesar de ser o método mais utilizado pelas avaliadoras, é comum se verificar a utilização de taxas de descontos não condizentes com a da literatura: algumas delas invertem as taxas de desconto, o que poderia levar os investidores a tomarem decisões equivocadas na escolha de seus investimentos ao se criarem expectativas irreais de geração de riquezas dos ativos escolhidos ou sérios problemas para a empresa, como a desvalorização do preço de suas ações.

De acordo com a literatura corrente, uma avaliação de empresa deve representar, de modo equilibrado, o valor intrínseco de um ativo e o seu potencial de geração de riqueza. Nesse contexto, é necessário considerar todos os fatores

envolvidos em uma avaliação, especialmente a escolha da taxa de desconto apropriada, de modo que não haja distorções e se atinja um resultado coerente.

Devido à relevância dessa questão, surge então a seguinte problemática: *Quais os motivos que levaram as avaliadoras de empresas a utilizarem uma taxa de desconto não condizente com a literatura?*

No intuito de responder essa questão, o presente trabalho tem por objetivo analisar os motivos que levaram as avaliadoras de empresas a utilizarem uma taxa de desconto não condizente com a literatura. Para o desenvolvimento do estudo, foi realizada uma pesquisa documental envolvendo os laudos de Ofertas Públicas de Ações disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários e uma pesquisa bibliográfica.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Fluxo de caixa descontado**

Samanez (2002) resume o fluxo de caixa como as entradas e saídas efetivas de dinheiro ao longo do horizonte de planejamento do projeto, permitindo, dessa maneira, conhecer a sua rentabilidade e viabilidade econômica, representando a renda econômica gerada pelo projeto ao longo de sua vida útil.

Para o autor, o fluxo de caixa é constituído para um número de períodos dependentes da capacidade de o projeto gerar receita sem se utilizar a vida técnica dos ativos para determinar a vida útil do projeto.

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau e risco desses fluxos de caixa. O valor de uma empresa é uma função dos fluxos de caixa previstos para aquele ativo. Resumindo, as companhias com fluxos de caixa altos e estáveis devem ter valores mais alto do que as empresas com fluxos de caixa baixos e voláteis (Cavalcante, s/d b; Damodaram, 2007).

O cálculo para avaliação por fluxo de caixa descontado é igual ao somatório do valor presente do fluxo de caixa durante o período de estimativa e o valor presente do fluxo de caixa do valor residual. O valor presente do fluxo de caixa durante o período de estimativa é representado pela seguinte fórmula:

$$VP_{FC} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

- $VP_{FC}$  = valor presente dos fluxos de caixa;
- $FC_n$  = fluxo de caixa no período t;
- r = taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa;
- n = período de estimativa.

Já o valor presente do fluxo de caixa do valor residual é representado pela seguinte fórmula:

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{r^t}$$

Onde:

- VR = valor residual;
- $FC_{n+1}$  = fluxo de caixa ajustado no ano n+1;
- $r^t$  = taxa de desconto na fase de perpetuidade;
- n = último ano do período de estimativa.

## 2.2 Fluxo de caixa da empresa x Fluxo de caixa do acionista

Segundo Cavalcante (s/d, b), o fluxo de caixa da empresa é obtido após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas. Nesse método de avaliação, os fluxos de caixa são descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC).

Em relação ao fluxo de caixa do acionista, esse é obtido após dedução de todas as despesas e pagamentos de juros. Nesse método, os fluxos de caixa são descontados pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio (CAPM).

O quadro abaixo demonstra as diferenças entre o fluxo de caixa da empresa e o fluxo de caixa dos acionistas.

Quadro 1: Fluxo de caixa livre para a empresa e fluxo de caixa livre para o acionista
<b>Vendas</b>
(-) Custos
(-) Depreciação
(-) Despesas Operacionais
(-) IR s/ Operações
<b>Lucro Operacional (após IR ajustado)</b>
(+) Depreciação
(-) Imobilizações
(+) Aumento do capital de giro
<b>Fluxo de Caixa Livre para a Empresa</b>
(-) Juros
(+) IR s/ Juros (benefício fiscal)
(-) Amortizações de empréstimos
(+) Novos empréstimos
<b>Fluxo de caixa Livre para os Acionistas</b>
Fonte: adaptado de Cavalcante (2015)

### 2.3 Modelo de Precificação de Ativos Financeiros - CAPM

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros é a teoria relativa a risco e retorno. Foi desenvolvido para explicar o comportamento dos preços de títulos e fornecer um mecanismo que possibilita aos investidores avaliar o impacto do investimento proposto em um título sobre o risco e o retorno da carteira como um todo (LAURENCEL, REZENDE FILHO, 2013).

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros é representado pela seguinte fórmula:

$$K_j = R_F + [\beta_j \times (k_m - R_F)]$$

Onde:

- $K_j$  = retorno esperado pela ação  $j$ ;
- $R_F$  = ativo livre de risco, aquele no qual o retorno é sempre esperado (Título do Tesouro Nacional);
- $\beta_j$  = coeficiente beta ou indicador de risco não diversificável do ativo  $j$ ;
- $k_m$  = retorno esperado do mercado ou retorno da carteira de mercado (Ibovespa).

### 2.4 Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

O custo médio ponderado de capital (WACC) assume que a empresa é financiada simultaneamente por capital próprio e por capital de terceiros, sendo a taxa mínima aceitável igual à rentabilidade média ponderada dos recursos que financiam o ativo da empresa (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2002; SAMANEZ, 2002).

A fórmula de determinação do custo médio ponderado de capital (WACC) é:

$$K = K_{CP} \left( \frac{CP}{V} \right) + K_d (1 - T) \left( \frac{D}{V} \right)$$



Onde:

- $K$  = custo médio ponderado de capital;
- $K_{CP}$  = custo do capital próprio (rentabilidade requerida pelos acionistas);
- $K_d$  = custo marginal da dívida (taxa de juros paga sobre a dívida adicional);
- $D$  = valor de mercado das dívidas (debt);
- $CP$  = valor de mercado do capital próprio (equity);
- $V = CP + D$  = valor total de mercado de financiamento da empresa (equity and debt);
- $T$  = alíquota marginal de imposto de renda (IR);

## 2.5 Oferta Pública de Ações - OPA

De acordo com o Portal do Investidor<sup>1</sup>, a Oferta Pública de Ações é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a um preço e prazo determinados, respeitando determinadas condições. Tal oferta pode ser obrigatória ou voluntária.

A realização das OPAs é obrigatória nas hipóteses de cancelamento de registro de companhia aberta, alienação de controle acionário e aumento de participação de acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes. Todas essas situações são expressamente previstas na Lei 6404/76.

As OPAs voluntária, por sua vez, não possuem nenhuma norma específica que obriguem a sua realização, sendo realizadas unicamente por vontade do ofertante.

Para a realização das OPAs, estas devem ser intermediadas por instituições que se responsabilizam pelas informações prestadas ao mercado e à CVM, tais como corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários ou, ainda, instituições financeiras com carteira de investimentos.

---

<sup>1</sup> Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>. Acesso em 12/02/2015.

### 3 METODOLOGIA

O presente trabalho adotou a metodologia de pesquisa bibliográfica e documental, com o objetivo de verificar e analisar os motivos pelos quais as avaliadoras de empresas utilizaram uma taxa de desconto não condizente com a da literatura corrente.

A pesquisa bibliográfica abrange toda bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, livros, revistas, teses, monografias etc., até meios de comunicação orais (por exemplo, rádio) e audiovisuais (televisão e filmes). Tem como finalidade colocar o pesquisador em contato direto com tudo o que foi escrito, dito ou filmado sobre o assunto (LAKATOS, 2005).

A característica da pesquisa documental é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Estas podem ser feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois.

Para o alcance dos objetivos estabelecidos neste trabalho, buscou-se no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os laudos publicados e disponibilizados referentes a Ofertas Públicas de Ações (OPAs) no período de janeiro de 2005 a fevereiro<sup>2</sup> de 2015.

---

<sup>2</sup> Os dados da pesquisa foram coletados em fevereiro de 2015.

#### 4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Feito o levantamento dos dados no período compreendido entre os anos de janeiro de 2005 a fevereiro de 2015, identificou-se que foram publicados 122 laudos de empresas, cuja distribuição anual encontra-se na tabela 1.

Tabela 1: Laudos publicados no período de 2005 a 2015

Ano da publicação	Quantidade	Porcentagem
2005	16	13%
2006	17	14%
2007	13	11%
2008	18	15%
2009	12	10%
2010	6	5%
2011	11	9%
2012	13	11%
2013	6	5%
2014	6	5%
2015	4	3%
Total	122	100%

Fonte: elaborada pelo autor

A tabela 2 evidencia os motivos que levaram as empresas a realizarem as OPAs, com destaque para o cancelamento de registro. Nesses casos, são empresas listadas na Bolsa de Valores que estão fechando o seu capital.

Tabela 2: Motivos

Motivos	Quantidade	Porcentagem
Alienação de controle	37	30%
Aumento de participação	5	4%
Cancelamento de registro	76	62%
Voluntária	4	3%
Total	122	100%

Fonte: elaborada pelo autor

As abordagens utilizadas para se determinar o valor intrínseco de uma empresa variam de acordo com a situação de cada uma, porém a abordagem do fluxo de caixa descontado destaca-se das demais, representando 77% dos laudos publicados durante o período estudado.

Tabela 3: Critérios adotados por laudos

Abordagens	Quantidade	Porcentagem
Fluxo de caixa descontado	94	77%
Múltiplos	9	7%
Outros	8	7%
Preço médio ponderado das ações	6	5%
Valor patrimonial por ação	5	4%
Total	122	100%

Fonte: elaborada pelo autor

Analisando-se os laudos, observa-se que as avaliadoras julgam ser o fluxo de caixa descontado o método mais adequado para avaliar as empresas, pois é o método que é capaz de melhor captar a perspectiva de performance futura da companhia.

Quanto ao fluxo de caixa utilizado para avaliação de empresas, 84% utilizaram o fluxo de caixa da empresa, enquanto que 16% utilizaram o fluxo de caixa do acionista.

Tabela 4: Fluxo de caixa adotado

	Acionista	Empresa	Total
Fluxo de caixa descontado	15	79	94
Porcentagem	16%	84%	100%

Fonte: elaborado pelo autor

Analisando-se a tabela 5, identifica-se que 100% utilizaram a taxa de desconto condizente com a literatura.

Tabela 5: Taxa de desconto adotada para o fluxo de caixa do acionista

	CAPM	WACC	Total
Acionista	15	0	15
Porcentagem	100%	0%	100%

Fonte: elaborada pelo autor

Observa-se na tabela 7 que 96% utilizaram a taxa de desconto adequada, enquanto que 4% utilizaram-na de forma não condizente com a teoria.

Tabela 6: Taxa de desconto adotada para o fluxo de caixa da empresa

	CAPM	WACC	Total
Empresa	3	76	79
Porcentagem	4%	96%	100%

Fonte: elaborada pelo autor

Para responder a questão problema *Quais os motivos que levaram as avaliadoras de empresas a utilizarem uma taxa de desconto não condizente com a literatura?*, buscou-se verificar nos 3 laudos que utilizaram a taxa de desconto não condizente com a literatura os motivos pelos quais se utilizaram o CAPM e não o WACC para o fluxo de caixa da empresa.

Dos três laudos analisados, três empresas são instituições financeiras. Destas, duas são bancos e uma seguradora.

O laudo do Banco do Estado do Ceará S.A afirma que existem duas formas clássicas para definição da taxa de desconto sendo: a forma qualitativa, a qual consiste na formação da taxa de desconto por meio de variáveis subjetivas e ponderadas considerando seu peso relativo, através do julgamento do avaliador; e a forma quantitativa, que consiste na composição da taxa de desconto através de modelos matemáticos. Pelas características da instituição e sua área de atuação, foi aplicado o método quantitativo, sendo utilizado o CAPM.

A avaliação econômico-financeira do valor operacional foi calculada com base no valor presente líquido do fluxo de caixa operacional projetado e descontado para o acionista, cujo valor estimado foi de R\$518.233.000,00.

Com relação ao método de transações comparáveis chegou-se a dois valores.

- Média de preço pago/PL = 2,32.
- Média de preço mínimo/PL = R\$1,38.

Ao se aplicar o método dos múltiplos, chegou-se aos seguintes valores:

- Preço pago/PL (múltiplo de 2,32) = R\$826.000.000,00.
- Preço mínimo/PL (múltiplo de 1,38) = R\$492.000.000,00.

O avaliador conclui que o método do fluxo de caixa descontado é universalmente adotado em transações que envolvem venda ou transferência de controle acionário, sendo os fluxos de caixa descontados a valor presente por uma taxa que reflete o grau de confiança atribuído às projeções e o risco associado à atividade econômica desenvolvida pela empresa em questão.

O laudo da instituição pertencente ao ramo bancário Banrisul Consórcio alega que a taxa de desconto do WACC é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o de terceiros e que, como a companhia não apresenta endividamento com terceiros, descontou-se o fluxo de caixa somente pelo CAPM.

O valor da empresa calculado pelo fluxo de caixa descontado foi de R\$155.776.000,00, descontados a uma taxa de 10,97%. Para o cálculo da taxa de desconto CAPM, considerou-se que a estrutura de capital fosse de 100% de recursos próprios.

Com relação ao método de análise por múltiplos, considerou-se o valor da empresa em R\$46.567.000,00.

O valor patrimonial por ação, por sua vez, foi calculado por meio da divisão do saldo da conta Patrimônio Líquido, de R\$120.949.000,00, pela quantidade total de ações emitidas pela companhia - 89.500.000. O valor apurado foi de R\$1,35 por ação.

O avaliador entende que a abordagem pelo fluxo de caixa descontado possibilita a análise dos resultados futuros das operações da companhia, sendo esse o método empregado para determinar o preço justo das ações da empresa em questão.

A companhia avaliadora da empresa pertencente ao ramo de seguros Sul América Companhia Nacional de Seguros menciona que, como a estrutura de capital da instituição é composta por 100% de capital próprio, a taxa de desconto considerada é equivalente ao custo de capital próprio.

Com relação ao método de avaliação pelo preço médio ponderado de cotação de ações, o seu valor foi de R\$1,99 por ação. O capital social da empresa é composto somente por ações ON, totalizando 2.045.531.669 ações. O valor estimado da companhia por essa abordagem foi de R\$4.060.479.000,00.

Pelo critério do patrimônio líquido contábil por ação, o seu valor foi de R\$0,6654. O valor do patrimônio líquido era de R\$1.361.111.000,00.

Na avaliação pelo critério do fluxo de caixa descontado, ao se utilizar a taxa de desconto de 9,26% chegou-se no valor de R\$2.084.977.000 e no valor por ação de R\$1,02.

Com base no objetivo desta avaliação, a avaliadora afirma que o critério do valor econômico calculado pelo método de fluxo de caixa descontado foi considerado o mais adequado para definição do seu valor intrínseco, por se tratar de uma empresa operacional, na qual o método em questão leva em consideração a perspectiva futura de rentabilidade e de suas subsidiárias e a avaliação de ativos intangíveis. Portanto o valor da companhia foi estimado em R\$2.084.977.000.

## **5 CONCLUSÃO**

Este trabalho procurou demonstrar, de modo geral, os motivos pelos quais as avaliadoras de empresas utilizaram uma taxa de desconto não condizente com a literatura. Para o desenvolvimento do estudo, buscou-se verificar através dos laudos das OPAs, publicados pela Comissão de Valores Mobiliários nos períodos de 2005 a fevereiro de 2015, as empresas que não utilizaram as taxas de descontos com base na literatura corrente, bem como os motivos que as levaram a essa opção.

Com base nos laudos publicados pela CVM, verificou-se que 15% do total das OPAs foram realizadas em 2008, ano marcado pelo agravamento da crise financeira mundial, que teve início em 2007 a partir de problemas enfrentados pelo sistema financeiro americano em seu mercado de hipotecas imobiliárias, resultando em recessão para várias economias mundiais, inclusive no Brasil.

Com relação aos motivos pelos quais foram realizadas as OPAs, destaca-se que 62% têm como motivo o cancelamento de registro. Outro motivo relevante que impulsionou as empresas a realizarem as OPAs foi a alienação de controle, sendo de 37%.

Ao associar o número de laudos publicados por ano com os motivos pelos quais as empresas realizam as OPAs, infere-se que o número de laudos publicados aumente em períodos de crise, visto que, os motivos que levam as empresas a realizarem as Ofertas Públicas são em sua maioria por cancelamento de registro.

As abordagens utilizadas para se determinar o valor intrínseco de uma empresa variam de acordo com a situação de cada uma, porém a abordagem pelo fluxo de caixa descontado destaca-se das demais, representando 77% dos laudos publicados durante o período estudado.

Durante os estudos desses laudos, pode-se observar que as avaliadoras julgam ser o fluxo de caixa descontado o método mais adequado para avaliar as empresas, pois é o método que é capaz de melhor captar a perspectiva de performance futura das companhias.

Quanto ao fluxo de caixa utilizado para avaliação de empresas, 84% utilizaram o fluxo de caixa da empresa, enquanto que 16% utilizaram o fluxo de caixa do acionista.

Quando utilizados o fluxo de caixa do acionista, identifica-se que 100% utilizaram a taxa de desconto condizente com a literatura, ou seja, o CAPM.

Com relação à utilização do fluxo de caixa da empresa, 96% utilizaram a taxa de desconto adequada, o WACC, enquanto que 4% (3 laudos) utilizaram o CAPM.

Analisando-se os 3 laudos que não utilizaram a taxa de desconto de acordo com a literatura corrente, verificou-se que todas são instituições financeiras, sendo 2 do ramo bancário e 1 seguradora.

Quanto aos motivos que levaram as avaliadoras a utilizarem uma taxa de desconto não condizente com a literatura corrente, o laudo do Banco do Estado do Ceará afirma que existem duas formas clássicas para definição da taxa de desconto sendo: a forma qualitativa, a qual consiste na formação da taxa de desconto por



meio de variáveis subjetivas e ponderadas considerando seu peso relativo, através do julgamento do avaliador; e a forma quantitativa, que consiste na composição da taxa de desconto através de modelos matemáticos e que pelas características da instituição e sua área de atuação, foi aplicado o método quantitativo, sendo utilizado o CAPM.

A avaliadora da empresa do ramo bancário Bannisul Consórcio alega que a taxa de desconto do WACC é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o de terceiros e que, como a companhia avaliada não apresenta endividamento com terceiros, descontou-se o fluxo de caixa somente pelo CAPM.

A avaliação da empresa pertencente ao ramo de seguros Sul América Companhia Nacional de Seguros menciona que, como a estrutura de capital da instituição é composta por 100% de capital próprio, a taxa de desconto considerada é equivalente ao custo de capital próprio.

Ao analisar a justificativa dessas avaliadoras para a utilização de uma taxa de desconto não condizente com o da literatura corrente, infere-se que as instituições financeiras possuem particularidades em sua estrutura de capital, tal como tratar o passivo como parte das operações da instituição e não como parte de seu financiamento.

A não evidenciação das particularidades das instituições financeiras em sua estrutura, que criam distorções ao valor se avaliadas conforme a literatura, configuram-se em um limitador desta pesquisa.

Futuras pesquisas poderão ser desenvolvidas no sentido de se estudar as particularidades das instituições financeiras, bem como a sua estrutura de capital.

## 6 REFERÊNCIAS

CAVALCANTE, Francisco. **As principais diferenças entre o lucro líquido e o fluxo de caixa.** s/d. Disponível em: <<http://www.cavalcanteassociados.com.br/utd/UpToDate342.pdf>>. Acesso em 28 de junho de 2015.

CAVALCANTE, Francisco. **Como determinar o valor de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado.** s/d b. Disponível em: <<http://www.cavalcanteassociados.com.br/utd/UpToDate340.pdf>>. Acesso em 15 de junho de 2015.

CAVALCANTE, Francisco. **O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa e o Fluxo de Caixa Livre para os Sócios.** s/d c. Disponível em: <<http://www.cavalcanteassociados.com.br/utd/UpToDate341.pdf>>. Acesso em 18 de junho de 2015.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas.** 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

FUNCHAL, Paulo. **Com Bolsa em queda, 12 empresas já pediram para fechar capital este ano.** Entrevista para o jornal O Globo em 29/06/2015. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/negocios/com-bolsa-em-queda-12-empresas-ja-pediram-para-fechar-capital-este-ano-17634553>>. Acesso em 03/12/2015.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

LAURENCEL, Luiz da Costa; REZENDE FILHO, Mauro. **Engenharia Financeira: Fundamentos para avaliação e seleção de projetos de investimentos e tomada de decisão.** Rio de Janeiro: LTC, 2013.

OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES - OPA. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2015.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Corporate Finance.** 2. ed. Trad. Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2002.

SAMANEZ, Carlos Patricio. **Matemática Financeira: Aplicações à análise de investimentos.** 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2002.

SAMANEZ, Carlos Patricio. **Matemática Financeira.** 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.