

LIDANDO COM A INCERTEZA NA AVALIAÇÃO EM TEMPOS DE MERCADO TURBULENTO

No original “Dealing with valuation uncertainty at times of market unrest”





São Paulo, 30 de abril de 2020.

Prezados associados,

É com satisfação que disponibilizamos documento produzido pelos comitês técnico do IVSC, no qual se apresentam recomendações aos avaliadores quanto à consideração da incerteza nas avaliações em épocas de mercado conturbado, como é o momento ora vivido.

O IBAPE é filiado há mais de vinte anos ao IVSC, organismo que agrega associações profissionais e corporações distribuídas ao longo de 150 países, reunidos com o objetivo de estabelecer diretrizes universais para o processo avaliatório de forma a promover transparência, profissionalismo e confiança nas avaliações.

Trata-se de documento relevante, para o qual solicitamos a atenção de todos.

Atenciosamente,

g. Clémenceau Chiabi Saliba Jr., Presidente

Eduardo Rottmann, Vice Presidente Técnico

LIDANDO COM A INCERTEZA NA AVALIAÇÃO EM TEMPOS DE MERCADO TURBULENTO

Esta carta é emitida pelos conselhos técnicos do IVSC e destina-se a servir como um sumário de partes-chave das Normas Internacionais de Avaliação (IVS, do IVSC), que podem ser de relevância durante períodos de incerteza de mercado.

Este texto não é uma norma. Os avaliadores devem consultar a versão mais recente das IVS ao realizar uma avaliação. As IVS podem ser acessadas online em: www.ivsonline.org

ALEXANDER ARONSOHN, DIRETOR TÉCNICO DAS NORMAS IVSC

Tradução: Eng. Paulo Grandiski

Revisão: Eng. Eduardo Rottmann e Arq. Elisa Haddad de Oliveir

O surgimento no final de 2019 do novo coronavírus, também conhecido como Covid-19¹, e a pandemia global resultante, criou uma enorme incerteza em todo o mundo. Entre as muitas manifestações, resultou em uma

enorme volatilidade do mercado. Esses tempos têm sido ainda mais interessantes em relação à avaliação, pois os avaliadores continuam tendo que avaliar os ativos mesmo que não haja evidências de comparativos e que

¹ N.T. Covid-19 é o nome da doença provocada pelo vírus, denominado de “novo coronavírus”.

todos os mercados estejam enfrentando um futuro incerto.

limitantes que afetam diretamente a avaliação."

A IVS 103 'Geração de relatórios' exige que o relatório de avaliação elenque uma série de assuntos, incluindo qualquer incerteza significativa ou condições limitantes que afetem diretamente a avaliação. As Seções 10.1 e 10.2 da IVS 103 dizem que:

"10.1. É essencial que o relatório de avaliação comunique as informações necessárias para o entendimento adequado da avaliação ou revisão da avaliação. Um relatório deve fornecer aos usuários alvo uma compreensão clara da avaliação.

10.2. Para fornecer informações úteis, o relatório deve estabelecer uma descrição clara e precisa do escopo da tarefa, sua finalidade e uso pretendido (incluindo quaisquer limitações sobre esse uso) e a divulgação de quaisquer premissas, premissas especiais (IVS 104 – Bases de Valor, parágrafo 200.4), incerteza significativa ou condições

O objetivo desta carta é fornecer informações adicionais sobre fatores que possam aumentar significativamente a incerteza na avaliação de uma forma que seja útil para aqueles que estarão elaborando ou dependendo da avaliação. Deve-se observar que este artigo não trata da incerteza causada pelas limitações impostas sob os termos de contratação quanto à extensão das investigações ou da coleta de informações, embora este tema também seja relevante para esses tempos desafiadores e possa ser tratado em um futuro artigo prospectivo do IVSC.

Uma das principais questões ao lidar com a incerteza na avaliação é que uma avaliação não é um fato, mas uma estimativa do resultado mais provável dentre uma série de possíveis resultados, com base nas premissas feitas ao longo do processo de avaliação. As avaliações de mercado são estimativas do preço mais provável

que seria pago em uma transação na data de avaliação.

No entanto, mesmo em situações com ativos idênticos e comercializados em transações contemporâneas, podem ser frequentemente observadas flutuações nos preços acordados entre diferentes transações. Tais flutuações podem ser causadas por fatores como diferenças nos objetivos, conhecimento ou motivação das partes.

Consequentemente, um elemento de incerteza é inerente à maioria das avaliações de mercado, pois raramente há um preço único com o qual a avaliação possa ser comparada.

INCERTEZA NA AVALIAÇÃO VS. RISCO DE MERCADO

A incerteza na avaliação não deve ser confundida com o risco. O risco corresponde à exposição que o proprietário de um ativo tem a potenciais ganhos ou perdas futuras. O risco pode ser causado

por vários fatores que afetam o próprio ativo ou o mercado em que ele é comercializado. São exemplos de risco:

- para ativos tangíveis, redução dos preços de mercado após a data de aquisição ou de avaliação;
- uma deterioração da renda futura projetada de um título;
- uma perda de liquidez em comparação com outros ativos;
- custos de manutenção ou de implementação de um ativo maiores do que os previstos;
- a taxa de obsolescência técnica ou física de um ativo ser maior do que a atualmente prevista.

Tais riscos são levados em conta por compradores ou vendedores informados, ao considerarem a oferta de um ativo e são ponderados em relação às vantagens percebidas em ter sua

propriedade. O risco é, portanto, normalmente refletido nos preços de mercado.

O risco pode muitas vezes ser quantificado. Por exemplo, o risco de mercado pode ser medido aplicando técnicas estatísticas a padrões de variação de preços anteriores ou assumindo diferentes cenários de mercado para modelar diferentes resultados. As técnicas de identificação de riscos e sua quantificação são centrais nos diversos métodos utilizados para determinar as taxas de desconto utilizadas em avaliação.

Embora o risco possa ser considerado como uma medida de incertezas futuras que podem resultar em um aumento ou diminuição do preço ou valor de um ativo, a incerteza na avaliação se preocupa apenas com as incertezas que surgem como parte do processo da estimativa de valor em uma determinada data.

A certeza na avaliação e o risco de mercado são independentes um

do outro. Por exemplo, a avaliação de uma cota de ação com alta liquidez tem pouca incerteza, mas essa ação pode possuir um alto risco de mercado.

A incerteza na avaliação não deve ser confundida com testes de estresse, ou seja, como a mensuração do impacto sobre um preço ou valor atual devido a um evento específico ou a uma série de eventos.

A incerteza na avaliação pode ser causada por vários fatores. Estes podem ser divididos nas seguintes categorias:

- ruptura do mercado,
- disponibilidade de dados de entrada,
- escolha de um método ou modelo.

Essas causas de incerteza na avaliação não são mutuamente exclusivas. Por exemplo, a ruptura do mercado pode afetar a disponibilidade de dados relevantes que, por sua vez, podem criar

incerteza quanto ao método ou modelo mais adequado a ser usado.

A interdependência e a correlação entre as causas da incerteza são, portanto, possíveis de existirem e devem ser levadas em conta durante o processo de avaliação.

RUPTURA DO MERCADO

A incerteza na avaliação pode surgir quando um mercado é rompido na data de avaliação por eventos recentes ou atuais, por exemplo, através de pânico na compra ou na venda, ou através de perda de liquidez devido a um desinteresse dos participantes de mercado em negociar.

Os eventos que causam a ruptura do mercado podem ser macroeconômicos, como a crise financeira de 2009 ou as recentes rupturas nos mercados do Reino Unido devido ao Brexit, ou microeconômicos, por exemplo, uma mudança inesperada na lei ou um desastre natural que afete um

setor do mercado ou cause interrupções na cadeia de suprimentos de uma indústria. Em relação ao coronavírus, a ruptura do mercado poderia ser vista como microeconômica, mas, no futuro, isso também pode ter algumas implicações macroeconômicas.

Se a data de avaliação coincidir com crises econômicas ou políticas ou seguir imediatamente tal tipo de evento, surge uma incerteza significativa na avaliação, pois os únicos dados de entrada e medidas disponíveis para a avaliação provavelmente se relacionam com o mercado *antes* do ocorrido e, portanto, têm relevância limitada para a situação na data da avaliação. O impacto do evento na atitude dos participantes de mercado e, portanto, dos preços, não será conhecido durante sua sequência imediata. Por conta disso, a incerteza causada pela ruptura do mercado raramente é quantificável. A ruptura pode se manifestar na disponibilidade de dados de entrada.

DISPONIBILIDADE DE DADOS DE ENTRADA

A falta de dados de entrada relevantes causará incerteza na avaliação. Isso pode ser devido à ruptura do mercado, como descrito acima, mas também pode ser devido ao ativo ser único ou porque o mercado para o ativo é normalmente ilíquido. Quando há falta de dados relevantes de mercado, pode ser necessária a extrapolação dos dados de entrada de preços diretamente observáveis para ativos similares ou confiar em dados de entrada não observáveis.

Estes são dados de entrada para os quais as informações de mercado não estão disponíveis, mas que podem ser trabalhados usando-se as melhores informações disponíveis sobre as premissas que os participantes de mercado usariam ao precificar o ativo.

O uso da extrapolação ou dados de entrada não observáveis pode ser uma fonte de incerteza devido à dificuldade de encontrar

evidências objetivas para apoiar os ajustes ou as suposições feitas.

O método de avaliação utilizado pode ajustar-se à incerteza de entrada. Por exemplo, em um modelo de fluxo de caixa descontado, as entradas do fluxo de caixa são baseadas nas expectativas atuais de desempenho futuro e, portanto, são incertas. No entanto, a visão dos participantes de mercado sobre o risco potencial ou o prêmio implícito nos fluxos de caixa esperados em relação ao que realmente ocorrerá no futuro pode muitas vezes ser refletida na taxa de desconto aplicada.

Em alguns casos, a incerteza na avaliação resultante de dados inconsistentes ou conflitantes pode ser estimada pela avaliação com o uso de possíveis dados de entrada alternativos. Uma consideração fundamental, por exemplo, para avaliações de instrumentos não financeiros é o padrão de distribuição e a amplitude de potenciais dados de entrada alternativos. Se os dados seguirem um padrão normal de distribuição,

ou seja, uma curva em forma de sino, os dados nas caudas geralmente podem ser desconsiderados, com segurança, como caindo fora do intervalo do razoavelmente possível. No entanto, outros padrões de distribuição podem significar que um maior peso precisa ser dado a certos outliers.

ESCOLHA DE MÉTODO OU MODELO

Para muitos tipos de ativos, mais de um método ou modelo pode ser comumente usado para estimar o valor. No entanto, esses métodos ou modelos podem nem sempre produzir o mesmo resultado e, portanto, a seleção do método mais adequado pode ser, por si só, uma fonte de incerteza na avaliação.

**A norma IVS 105 -
Abordagens e Métodos de
Avaliação diz, em seu item 10.4,
que:**

“Os avaliadores não precisam usar mais de um método para a avaliação de um ativo,

principalmente quando o avaliador possui um alto grau de confiança na precisão e confiabilidade de um único método, dados os fatos e as circunstâncias de contratação da avaliação. No entanto, os avaliadores devem considerar o uso de múltiplas abordagens e métodos e mais de uma abordagem ou o método de avaliação deve ser considerado e pode ser usado para chegar a uma indicação de valor, principalmente quando não há informações factuais ou observáveis suficientes para que um único método produza uma conclusão confiável. Quando mais de uma abordagem e método são usados, ou mesmo vários métodos em uma única abordagem, a conclusão do valor com base nessas múltiplas abordagens e/ou métodos deve ser razoável e o processo de analisar e reconciliar os valores diferentes em uma única conclusão, sem aplicar a média de tais valores, deve ser descrito pelo avaliador no relatório.”

Indiscutivelmente, o clima atual é uma situação em que mais de uma abordagem deve ser usada uma vez que o clima econômico e

político é tal que "*não há informações factuais ou observáveis suficientes para que um único método produza uma conclusão confiável*".

INCERTEZA SIGNIFICATIVA

A maioria das avaliações contém um elemento de incerteza, mas a norma IVS 103 só exige que isso seja comentado quando for "significativo". A exigência de discriminar a incerteza quando não existe nenhuma consequência, ou esta é limitada, seria uma complicação desnecessária na emissão de relatórios em muitas das avaliações e poderia violar o princípio de que os laudos devem fornecer ao leitor-alvo uma compreensão clara da avaliação. Também poderia aumentar os custos e gerar preocupação injustificada quanto à confiabilidade de muitas opiniões de avaliação, o que não seria útil para os usuários.

No entanto, a existência de incertezas significativas não significa que uma avaliação não

possa ser realizada, mas admite que pressupostos significativos dentro da abordagem e metodologia de avaliação devam ser explicitados dentro do relatório de avaliação.

Por isso, é necessário considerar quando a incerteza na avaliação é "significativa". Também é necessário considerar a norma que está sendo seguida, pois outras normas, como as Normas Internacionais de Informação Financeira (as IFRS), podem ter uma perspectiva diferente sobre alguns elementos, como juízo de valor e materialidade.

A significância deve ser considerada a partir de dois aspectos interrelacionados: primeiro, se o impacto potencial sobre o valor da avaliação é significativo; e, em segundo, se é de relevância para o usuário alvo da avaliação. Enquanto a incerteza insignificante é muito improvável de ser relevante, a incerteza significativa pode ou não ser relevante.

A consideração de saber se o impacto da incerteza identificada na avaliação é significativo envolve o potencial de erro. Para certos ativos, essa quantificação pode ser desafiadora, especialmente dadas as condições atuais do mercado.

Mesmo que a incerteza possa ser quantificada e pareça ser significativa, seja como uma quantidade absoluta ou percentual, ela será significativa dependendo de sua relevância, que deve ser julgada no contexto do propósito para o qual a avaliação é necessária e o impacto potencial sobre todos os usuários alvo da avaliação, caso entendida posteriormente como incorreta para a data para a qual foi fornecida.

Fatores que podem ser úteis para considerar e determinar se a incerteza na avaliação é significativa para ativos tangíveis e avaliações de negócios incluem:

- se a avaliação é necessária para fins internos pela parte contratante ou se ela será

divulgada e confiada a terceiros (o limiar de materialidade provavelmente será menor se a avaliação for confiada a terceiros);

- a extensão que o valor de uma carteira total é afetado se a incerteza na avaliação afetar apenas determinados ativos dentro da carteira (isso pode envolver considerar a correlação e interdependência entre os ativos individuais);
- se a causa da incerteza era conhecida pela parte contratante ou por terceiros que dela dependiam quando a avaliação foi contratada;
- se o efeito da incerteza poderia expor a parte contratante ou um terceiro que depende da avaliação a um risco significativo de perda.

Um teste útil para considerar se a incerteza na avaliação é significativa é considerar se a falha

em abordar a incerteza levaria uma pessoa de bom senso a tomar medidas que dependiam da avaliação, que poderiam não ter sido tomadas se a incerteza tivesse sido explicitada.

MEDIÇÃO DA INCERTEZA NA AVALIAÇÃO

Não obstante a cautela geral necessária para apresentar qualquer estimativa quantificada da incerteza, pode haver objetivos dentro do processo avaliatório em que ela é necessária. Como discutido, a incerteza decorrente da escolha do modelo ou método ou da falta ou inconsistência dos dados de entrada, pode ser estimada observando-se o efeito sobre a avaliação a partir do uso de um modelo ou dado de entrada alternativo.

A quantificação da incerteza na avaliação pode ser mais relevante para algumas classes de ativos do que para outras.

Quando dois ou mais cenários alternativos são possíveis, a avaliação deve ser baseada no cenário mais provável.

O princípio de quantificar a incerteza pelo uso de uma análise de sensibilidade pode ser aplicado a ativos que tenham um número suficiente de dados de entrada numéricos alternativos razoavelmente possíveis que poderiam ter sido selecionados na data da avaliação. No entanto, essa análise geralmente é mais difícil de ser aplicada a ativos não financeiros porque o volume de transações e dados a elas relativos é normalmente muito menor.

Quando os ativos não financeiros estão sujeitos a uma incerteza significativa da avaliação, é mais provável que tenha havido confiança em dados de entrada não observáveis, que não podem ser facilmente ou precisamente quantificados, e sobre os quais a análise estatística não pode ser aplicada de forma confiável.

Fornecer uma estimativa quantificada da incerteza na avaliação em tais circunstâncias, embora relevante para algumas situações específicas, como análise de instrumentos financeiros, corre o risco de implicar em uma falsa precisão dentro de outras situações e pode ser enganosa para aqueles que dependem da avaliação. Os avaliadores devem declarar claramente o nível de confiança, quando essa abordagem for adotada.

Se for fornecida uma medida quantificada da incerteza na avaliação, os seguintes princípios devem ser considerados e aplicados conforme adequado:

- Uma medida quantificada deve ser sempre acompanhada de uma narrativa que descreva a causa e a natureza da incerteza;
- Uma ilustração puramente numérica só confirmará a incerteza, não a explicará. Não há objetivo útil em

fornecer tal expressão quantificada da incerteza se isso não resultar em uma melhor compreensão da conclusão da avaliação pelo usuário;

- Quantificar a incerteza na avaliação não envolve projetar o cenário de pior caso. O objetivo não é realizar um teste de estresse da avaliação para um caso extremo. Qualquer teste de incerteza na avaliação deve abordar o impacto sobre o valor apontado com hipóteses alternativas razoáveis e prováveis. Ao escolher premissas alternativas para medir a incerteza dentro da avaliação de um negócio ou de um bem tangível, deve ser feita uma seleção entre as possibilidades que não estão localizadas na cauda das distribuições (na qual os eventos são muito improváveis de acontecer), mas sim em suas áreas centrais (nas quais os

eventos provavelmente ocorrerão).

- O objetivo de qualquer análise de incerteza não é fornecer uma previsão de possíveis flutuações no valor relatado em datas futuras, mas fornecer informações sobre a variabilidade do valor na data específica da avaliação.
- Ao quantificar o impacto da incerteza, a interdependência ou correlação entre dados de entrada significativos precisa ser considerada quando for prático fazê-lo. A análise de correlação é uma parte extremamente importante desse processo e quando a incerteza é medida sem a devida correlação de dados de entrada interdependentes, o grau de incerteza pode ser superestimado.

CONSELHOS ADICIONAIS DO IVS

- Se você não conseguir cumprir todos os requisitos

contidos na norma IVS 102

Investigações e

Conformidade devido às restrições governamentais existentes – por exemplo, a capacidade de se mover livremente para realizar trabalhos relacionados à avaliação – então isso deve ser claramente declarado no escopo do trabalho, acordado com o cliente e claramente expresso no relatório.

- Se o avaliador considerar que não é possível fornecer uma avaliação de forma restrita, o pedido deve ser recusado.
- Os avaliadores não devem aplicar critérios pré-crise às suas avaliações, pois essa abordagem baseia-se na suposição potencialmente errônea de que os valores retornarão aos seus níveis pré-crise e não há como prever que essa suposição está de fato correta.

INFORMAÇÕES ADICIONAIS

Comentários adicionais sobre o coronavírus e conselhos adicionais emitidos pelas organizações membros do IVSC podem ser acessados através do seguinte link:
<https://www.ivsc.org/news/article/statement-in-relation-to-the-covid-19-pandemic>

A versão mais recente das Normas Internacionais de Avaliação (IVS) podem ser encontradas aqui:

www.ivsonline.org

MARK ZYLA

Presidente do Conselho de Revisão de Normas do IVSC

Com o apoio dos presidentes dos Conselhos Técnicos do IVSC