

Impacto da COVID-19 em valuations

O ano de 2020 está sendo marcado pelo impacto da pandemia da COVID-19, nome oficial do Coronavírus. Nos mercados financeiros, a disseminação da doença resultou na queda mais rápida e agressiva, devido ao grande aumento na aversão a risco. Ao contrário de outras crises financeiras recentes, como a de 2008-2009, a atual situação provocada pelo Coronavírus é também uma crise de saúde pública que levou ao fechamento temporário de diversas atividades e com um impacto econômico direto e imediato.

As implicações da crise do Coronavírus ainda estão em andamento e serão ainda muito discutidas em seus mais diversos contextos. No que se refere à avaliação de ativos, que envolve laudos de avaliação para precificação de companhias abertas, fusões e aquisições e outras situações, os impactos não são imediatos e visíveis da maneira que ocorre com os mercados públicos de ativos, mas ativos terão que ser avaliados sob essa nova realidade.

Associações profissionais de avaliadores já iniciaram debates a respeito dos impactos da crise na prática de avaliação de ativos de companhias fechadas, imóveis e outros ativos do mercado privado de ativos. Merecem destaques o debate promovido pela American Society of Appraisers (ASA) com representantes de outras associações profissionais e debates realizados pela Duff & Phelps. Destas discussões, destacamos alguns pontos e incluímos o ponto de vista da Toth Capital.

O que não muda

A atual crise não possui precedentes em muitos aspectos. Apesar de ser possível comparar com a Gripe Espanhola de 1918, o mundo mudou muito de lá para cá. No que se refere à *valuation*, sequer havia à época a noção de avaliar ativos financeiros como o valor presente dos fluxos de caixa futuros, que só viria a ocorrer a partir da publicação do livro “Theory of Investment Value” de John Burr Williams em 1938. Até que a avaliação de ativos se tornasse uma profissão seriam necessários ainda algumas décadas.

Dessa forma, inexistem padrões pré-existentes de como avaliar ativos de companhias de capital fechado durante uma crise financeira aliada com uma calamidade na saúde pública, não há bibliografia ou teses a recorrer para essa situação.

No entanto, não devemos deixar que o ineditismo da atual situação resulte no abandono das práticas já existentes, até porque não surgiu nada que as invalide até o momento. Dessa forma, ajustando o que tem que ser ajustado, os profissionais envolvidos devem manter o curso e confiar que os fundamentos econômicos de suas atividades ainda são válidos.

Sem pânico

O IFRS 13/CPC 46 define valor justo como “o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado”. Apesar da rápida desvalorização dos ativos

financeiros ao redor do mundo, a avaliação por valor justo deve continuar seguindo o seu conceito, principalmente no que se refere a “transação não forçada”. Em inglês, utiliza-se o termo “fire sale” para definir o que em português seria classificado como “venda forçada” ou ainda venda emergencial, situação na qual o vendedor precisa vender o ativo e os compradores potenciais se encontram em vantagem sobre o vendedor.

A despeito de toda a gravidade da situação, avaliação por valor justo deve continuar sendo o que é, justa. Não é uma avaliação conservadora, otimista ou pessimista, e sim justa, respeitando o restante da definição, “condições correntes de mercado”. A depender da empresa, infelizmente será quase indistinguível o valor justo de um valor de transação forçada dada a deterioração da sua situação econômico-financeira, mas como regra geral deve ser evitado depreciar em demasia os ativos avaliados.

Prêmio de risco

O valor justo depende primordialmente de duas variáveis: fluxos de caixa e taxas de desconto. Sendo um ativo com fluxos de caixa não fixados de antemão, é impossível separar das movimentações de preços a parcela que se deve ao movimento das taxas de juros e as mudanças nas perspectivas de fluxo de caixa.

Certamente a crise provocou mudança nos dois parâmetros. Investidores estão mais avessos a risco e estão projetando fluxos de caixa inferiores para as empresas. Porém, é possível apenas estimar as parcelas de responsabilidade de cada componente no preço dos ativos.

A consultoria Duff & Phelps emitiu comunicado informando que aumento em 1 ponto percentual a sua estimativa para o Prêmio de Risco (ERP) para o mercado americano, saindo de 5% para 6%¹. Aswath Damodaran, uma das principais referências de *valuation* no mundo, estima o prêmio de risco implícito ajustado pela COVID em 6,02% também vindo de um patamar próximo de 5% (a depender da forma de cálculo), ou seja, em linha com a Duff & Phelps². Pode parecer uma mudança tímida para a magnitude da desvalorização observada nos mercados mundiais, porém há espaço para que ajustes sejam feitos nos fluxos de caixa.

Retomando o tópico anterior, utilizamos técnicas e metodologias para não contar duplamente a crise no valor das empresas avaliadas. Não é necessário aumentar de forma excessiva a taxa de desconto ou reduzir os fluxos de caixa apenas pela gravidade da situação em curso. O valor justo deve ser “justo” em qualquer situação de mercado.

Múltiplos Cenários

Leigh Miller, chefe global de *valuation* da Ernst & Young, participou do debate promovido pela ASA, focou suas contribuições na avaliação dos ativos para fins de demonstrações financeiras e passou a visão dos auditores sobre o tema. Apontou diversos pontos importantes, o primeiro

¹ <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/us-equity-risk-premium-increased-march-25-2020>

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

sendo de que provavelmente será necessário traçar diversos cenários. Apesar de ser uma prática existente, a simulação de cenários na maioria dos casos significa um acréscimo ou decréscimo nas taxas de desconto e/ou de crescimento. Embora essa simulação tenha seus méritos, é na prática uma variação de um mesmo cenário.

Aproveitando que o tema foi mencionado no debate anteriormente, Miller aponta que a simulação de cenários que ele propõe pode utilizar as diferentes possibilidades de retomada do crescimento. Já se discute hoje como será a curva de retomada da atividade econômica usualmente utilizando-se de letras como forma de visualização. Os cenários mais discutidos são de uma retomada em V (rápida queda na atividade econômica com rápida retomada) ou em U (rápida queda, seguida de um período de estagnação antes da retomada). Porém, há casos piores como uma curva em W (queda, recuperação, nova queda e recuperação) ou ainda um cenário pior que seria uma trajetória em L (queda e estagnação por um período razoável de tempo). No debate da ASA, três dos participantes arriscaram um voto em uma trajetória e cada um votou em uma. Adicionamos a possibilidade de haver uma recuperação abaixo do patamar anterior configurando um “novo normal” inferior ao *status quo* anterior. Seja como for, há uma enorme incerteza a respeito de como será o crescimento econômico.

Se a recomendação de Miller for aplicada, cada cenário de retomada do crescimento não é meramente uma variação sobre um mesmo cenário, como ocorre na situação mencionada no início desta seção. São mundos completamente diferentes com valores que se mostrarão radicalmente diversos. Não apenas há dúvidas sobre a respeito de como será a retomada da economia como um todo, mas como o setor e a própria empresa analisada irão retomar a atividade. Fator peculiar da atual crise, o grande ponto de interrogação é a respeito de quando as atividades serão reabertas e se não haverá “segunda onda” de epidemia que force novo fechamento do comércio e outras atividades (cenário da curva em W). Reabertas as atividades, com qual confiança os consumidores irão voltar, com quais hábitos de consumo? E a confiança de investidores e empresários? OS estímulos governamentais serão suficientes? E quais as consequências futuras?

E a verdade dos fatos é que ninguém sabe qual é a resposta para nenhuma dessas perguntas. Por essa razão, a utilização de cenários pode se mostrar bastante útil, principalmente levando-se em conta que será elevada a dispersão de valores em cada simulação. Um ponto importante é que cada simulação será quase demandante de projeções quanto a primeira, ou seja, é provável que o trabalho requerido não seja o de mudar uma ou outra premissa. A cooperação do cliente será importante na medida em que diferentes cenários irão provocar diferentes reações das empresas. A maioria das empresas já promoveu ajustes em seus custos e despesas, seja considerando um cenário que acreditem ser o mais provável, seja o máximo de suas capacidades. Mudanças de cenário para melhor ou pior irão provocar mudanças e o trabalho de avaliação de ativos poderá se mostrar útil para as próprias empresas simularem esses diferentes cenários.

Miller acredita que auditores irão exigir cenários múltiplos para avaliações de ativos e é bem possível que esse seja um trabalho bastante árduo. Em antecipação a essa opinião, que pode virar uma recomendação no futuro, a Toth Capital já se prepara para essa possibilidade. Miller opina ainda que os auditores irão exigir ainda mais documentação, como evidências de perdas ou manutenção de clientes, e que farão mais perguntas a respeito do trabalho dos avaliadores.

Adoção de premissas

Uma prática bastante comum na definição de premissas para avaliação de ativos é definir custos e despesas como porcentual da receita. É um critério bastante útil, porém, válido principalmente para cenários de crescimento da empresa. Retrações deixam mais evidentes a existência de custos e despesas fixas.

No atual cenário de incerteza, talvez seja útil começar pelo que é mais sabido, que são os custos e despesas após os ajustes efetuados por conta da crise. Ao invés de definir um valor variável, a projeção pode partir dos valores orçados e simular a receita de acordo com o cenário escolhido.

É ponto pacífico que dados passados, principalmente relacionados a 2019 ou antes, serão de pouca valia para as projeções de curto prazo. Dessa forma, o orçamento de custos e despesas atuais, independente de resultados passados, assumem maior importância. A receita, por sua vez, dependerá dos contratos vigentes e da estimativa de reabertura das atividades e pode ser tanto definido como um valor estimado em reais quanto através de uma taxa de crescimento (ou, mais provavelmente, de retração).

Durante e depois

Os efeitos da atual crise irão se dissipar em algum momento, embora não se saiba quando e nem em que estado estarão as empresas ao final desse processo. As projeções de fluxo de caixa durante e depois da crise serão certamente diferentes, mas há uma discussão aberta sobre taxas de desconto. É possível utilizar o mesmo prêmio por risco ao longo de toda a projeção ou adotar o prêmio “estressado” durante a crise e voltar à normalidade após. No próprio debate da ASA não se criou um consenso, mas somos da opinião de que o mais adequado é utilizar prêmios de risco diferentes.

Se múltiplas taxas de desconto forem utilizadas, será necessário calcular os fatores de desconto da maneira apropriada. Sendo i_1 a taxa no período 1 e i_2 a taxa no período 2, na forma que i_1 é diferente de i_2 , o fator de desconto dos fluxos de caixa do segundo período é $(1 + i_1)$ multiplicado por $(1 + i_2)$, e não $(1+i_2)^2$. A razão matemática é que o fluxo de caixa do segundo período é descontado para o período 1 e depois para a data 0 para se calcular o valor presente. A razão lógica para essa prática, mais evidente neste contexto de crise, é que para o investidor terá que passar pelo período de crise para obter os fluxos de caixa na normalidade. Meramente descontar os fluxos do estado futuro estabilizado da empresa por uma taxa de desconto menor superestimaria o valor desses fluxos de caixa do período de economia pós-crise.

Este é o procedimento padrão na Toth Capital, mas outros avaliadores que calculem fatores de desconto como $(1+i_n)^n$, talvez para fins de simplificação, terão que adotar esse procedimento de cálculo.

Data da avaliação

Um ponto levantado no debate é sobre a data-base da avaliação. Como ainda estamos próximos do começo do ano, seria possível adotar 31/12/2019 como a data-base, mas a atual crise produz um dilema importante: incorporar ou não as informações sobre o Coronavírus no preço do final

de 2019? A recomendação técnica é não incorporar, uma vez que o preço em uma determinada data deve levar em conta informações conhecidas e passíveis de serem conhecidas naquela data. Informações sobre os impactos da crise poderiam vir na forma de notas explicativas e eventos subsequentes. Porém, qual é o sentido de calcular um valor que sabidamente não é válido?

O mais sensato é evitar utilizar 31/12/2019 como data de referência e utilizar 31/03/2020. Esta última data é bastante útil porque é claramente no período vigente da crise e é fechamento de trimestre. Será necessário, porém, preparar as demonstrações contábeis relativas a 31/03/2020 ou forneçam os balancetes referentes aos três primeiros meses de 2020. Sem essas informações se torna inviável adotar essa data de referência.

Caso 31/03/2020 seja utilizado como referência, é importante calcular o fluxo de caixa para o restante do ano e ajustar os fatores de desconto para que o primeiro fluxo de caixa seja descontado por $(1+i)^{3/4}$.

Devido aos elementos acima descritos, conforme discutido na conferência da ASA, a nova situação do mercado irá exigir um trabalho adicional para realizar a avaliação.

Nós da Toth Capital, mantemos nosso compromisso de ajudar clientes a cumprirem seus objetivos que envolvam a avaliação de ativos. O mais adequado para a realização do trabalho, é uma cooperação adicional por parte do cliente, principalmente se o trabalho passar a envolver a simulação de múltiplos cenários díspares um dos outros. Essa pode ser uma exigência dos auditores que adicionalmente deverão ser mais exigentes com perguntas e documentação, então, seria adequado haver um prazo maior, principalmente com relação às datas-limite legais.

Quaisquer dúvidas ou comentários, estamos à disposição.

Equipe Toth capital,

Coordenação: Renato Bortolai & Roberto Ushisima

Contatos: - (11) 4115-8007 renato.bortolai@tothcapital.com.br

Referências

Por fim, incluímos as referências utilizadas, além das já mencionadas em notas de rodapé:

Impact of COVID-19 to Global Business Valuation and Appraisal – American Society of Appraiser. Disponível em: <https://register.gotowebinar.com/recording/8832268460405959682>

Coronavirus Pandemic and Public Market Volatility – Duff & Phelps. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=QbGftC1U-SA>

