

- **Recomandări International Valuation Standards Council (IVSC):**
<https://www.ivsc.org/files/file/view/id/1719>

Abordarea incertitudinii în evaluare provocată de perturbările pieței

Această informare este emisă de către Comitetele tehnice ale IVSC și reprezintă o sinteză utilă a părților esențiale ale Standardelor Internaționale de Evaluare (IVS), care s-ar putea dovedi extrem de relevantă în perioade de nesiguranță a pieței.

Acest document nu reprezintă un standard. Atunci când efectuează o evaluare, evaluatorii ar trebui să se raporteze la cea mai recentă versiune a IVS, aceasta putând fi accesată online la adresa www.online.org.

Alexander Aronsohn

Director Standarde Tehnice IVSC

Către finalul anului 2019, apariția noului coronavirus, cunoscut sub denumirea de SARS-Cov-2, precum și a pandemiei globale provocată de acest virus au creat o mare nesiguranță în întreaga lume. Printre numeroase alte manifestări specifice, aceasta a condus la o imensă volatilitate a pieței. Sunt vremuri și mai interesante în ceea ce privește evaluarea, deoarece evaluatorii trebuie să determine valoarea activelor în situația în care sunt limitați de inexistența datelor comparabile și toate piețele se confruntă cu un viitor nesigur.

IVS 103 Raportare (ediția 2020) impune ca raportul de evaluare să releve o serie de aspecte, inclusiv orice condiții semnificative privind incertitudinea sau limitările care afectează în mod direct valoarea. De fapt, IVS 103, paragraful 10.1 și paragraful 10.2 enunță următoarele:

„10.1. Este esențial ca raportul de evaluare să comunice informațiile necesare pentru o înțelegere adecvată a evaluării sau a verificării evaluării. Un raport de evaluare trebuie să permită înțelegerea clară a evaluării, de către utilizatorii desemnați.

10.2. Pentru a oferi informații utile, raportul de evaluare trebuie să prezinte o descriere clară și precisă a termenilor de referință ai evaluării, a scopului și a utilizării desemnate a acesteia (inclusiv orice limitări privind această utilizare) și să prezinte orice ipoteze, ipoteze speciale (IVS 104 Tipuri ale valorii, para. 200.4), incertitudinea semnificativă sau condițiile limitative care influențează în mod direct valoarea.”

Obiectivul acestui document este acela de a oferi informații suplimentare privind factorii care pot da naștere unei incertitudini semnificative în evaluare, într-un mod care poate fi util aceluia care vor elabora sau se vor baza pe concluzia asupra valorii.

Ar trebui să menționăm faptul că acest articol nu abordează incertitudinea provocată de limitările impuse prin termenii de referință și care privesc amploarea investigațiilor sau a informațiilor, deși și acest subiect este relevant în aceste vremuri dificile și ar putea face subiectul unui viitor document emis de IVSC, și anume unul privind perspectivele.

Atunci când abordăm incertitudinea în evaluare, una dintre principalele probleme este aceea că valoarea nu reprezintă un fapt, ci estimarea celei mai probabile valori dintr-un interval de rezultate posibile, pe baza ipotezelor formulate în procesul de evaluare.

Evaluările de piață sunt estimări ale celui mai probabil preț care ar fi plătit într-o tranzacție, la data evaluării. Cu toate acestea, chiar și atunci când activele sunt identice și vândute în cadrul unor tranzacții care se concretizează la aceeași dată, putem deseori observa fluctuații între prețurile convenite în cadrul diferitelor tranzacții. Aceste fluctuații pot fi generate de factori precum diferențele între obiectivele, cunoștințele sau motivațiile părților. Prin urmare, un anumit grad de incertitudine este inerent în majoritatea estimărilor valorii de piață, deoarece situațiile în care putem compara valoarea cu un preț unic sunt rar întâlnite.

Incetitudinea în evaluare versus riscul de piață

Incetitudinea în evaluare nu ar trebui confundată cu riscul. Riscul reprezintă expunerea proprietarului unui activ la potențiale câștiguri sau pierderi viitoare. Riscul poate fi generat de factori diverși care afectează fie activul propriu-zis, fie piața pe care acesta este tranzacționat. Exemplele includ:

- pentru activele corporale, reducerea prețurilor de piață ulterior datei achiziției sau datei evaluării,
- o deteriorare a venitului viitor previzionat generat de o valoare mobilă,
- o pierdere a lichidității comparabil cu alte active,
- costurile aferente păstrării sau dezvoltării unui activ sunt mai ridicate decât se scontază în prezent,
- rata deprecierii tehnice sau fizice a unui activ este mai ridicată decât se scontază în prezent.

Cumpărătorii/vânzătorii informați iau în considerare aceste riscuri atunci când au în vedere ofertarea pentru un activ și le pun contrapondere cu avantajele percepute ale deținerii activului. Prin urmare, riscul este în mod normal reflectat în prețurile de piață.

Deseori riscul poate fi cuantificat. De exemplu, riscul de piață poate fi măsurat prin aplicarea metodelor statistice la tiparele anterioare de fluctuații ale prețurilor sau prin elaborarea unor scenarii de piață diferite care sunt utilizate pentru a simula rezultate diferite. Tehnicile de identificare și cuantificare ale riscurilor sunt esențiale pentru diferitele metode de determinare a ratelor de actualizare utilizate în evaluare.

Deși putem concepe riscul ca o măsură a incertitudinilor din viitor, care pot conduce la o creștere sau o scădere a prețului sau valorii unui activ, incertitudinea în evaluare privește numai incertitudinile rezultate din procesul de estimare a valorii la o dată specifică.

Certitudinea evaluării și riscul de piață sunt noțiuni independente una față de cealaltă.

De exemplu, o evaluare a unei acțiuni cotate la bursă și extrem de lichidă are un grad redus de nesiguranță, însă aceeași acțiune poate fi totuși percepută ca fiind purtătoare a unui risc de piață ridicat.

Incertitudinea în evaluare nu ar trebui confundată cu testul de stres, adică măsurarea impactului unui eveniment specific sau a unei serii de evenimente specifice asupra prețului sau a valorii curente.

Incertitudinea în evaluare poate fi generată de factori diferiți. Acești factori pot fi împărțiți în următoarele trei categorii largi:

- perturbarea pieței,
- disponibilitatea datelor de intrare,
- alegerea metodei sau a modelului.

Aceste cauze ale incertitudinii evaluării nu se exclud reciproc. De exemplu, perturbarea pieței poate afecta disponibilitatea datelor relevante, ceea ce poate conduce implicit la incertitudine cu privire la alegerea celei mai adecvate metode sau a celui mai adecvat model. Prin urmare, este probabil să existe o interdependență și corelare între cauzele incertitudinii și trebuie să ținem seama de acest fapt în timpul procesului de evaluare.

Perturbarea pieței

Incertitudinea în evaluare poate să apară atunci când la data evaluării piața este perturbată de evenimente curente sau foarte recente, de exemplu, prin cumpărarea sau vânzarea sub imperiul panicii sau pierderea lichidității din cauza unei apetențe scăzute pentru tranzacții din partea participanților la piață.

Evenimentele care provoacă perturbarea pieței pot fi de natură macroeconomică, de exemplu, criza financiară din 2009 sau perturbările recente de pe piețele din Regatul Unit cauzate de Brexit, sau de natură microeconomică, de exemplu o modificare neașteptată a legislației sau un dezastru natural care perturbă lanțul de aprovizionare al unei industrii. În ceea ce privește coronavirus, putem vedea perturbarea pieței ca fiind de natură microeconomică, însă în viitor s-ar putea să ne confruntăm și cu implicații macroeconomice.

Situațiile, în care data evaluării coincide cu crizele economice sau politice sau este imediat ulterioară unui asemenea eveniment, dau naștere unei incertitudini semnificative a evaluării, deoarece este probabil ca singurele date de intrare și singurii indicatori disponibili să se refere la piața *dinainte* de apariția evenimentului și, prin urmare, să aibă o relevanță limitată pentru situația de la data evaluării. Impactul evenimentului asupra atitudinii participanților la piață și, implicit, asupra prețurilor, nu va fi cunoscut în acest interval de timp imediat ulterior evenimentului. Din acest motiv, rareori putem cuantifica incertitudinea provocată de perturbarea pieței. Perturbarea se poate manifesta la nivelul disponibilității datelor de intrare.

Disponibilitatea datelor de intrare

Lipsa unor date de intrare relevante va conduce la incertitudinea în evaluare. Această situație poate fi cauzată de perturbarea pieței, așa cum am descris anterior, însă, de asemenea, poate fi generată de caracterul unic al activelor sau de faptul că piața activului este de regulă o piață nelichidă. Atunci când lipsesc informațiile de piață relevante, este posibil să fie necesară extrapolarea datelor de intrare pe baza prețurilor direct observabile pentru active

asemănătoare sau ca evaluatorul să se bazeze pe date de intrare neobservabile. Acest tip de date de intrare sunt date pentru care nu sunt disponibile informații de piață, dar care pot fi elaborate utilizând cele mai bune informații disponibile privind ipotezele pe care participanții la piață le-ar utiliza pentru a stabili prețul activului.

Utilizarea extrapolării sau a unor date de intrare neobservabile pot reprezenta o sursă de incertitudine, deoarece este dificil să se identifice informații de piață obiective care să susțină fie ajustările, fie ipotezele elaborate.

Metoda de evaluare utilizată poate suferi ajutări pentru incertitudinea datelor de intrare. De exemplu, în cadrul metodei fluxului de numerar actualizat, intrările de numerar se bazează pe așteptările curente privind performanța viitoare, ceea ce le face să fie incerte. Cu toate acestea, diferența dintre percepția participanților la piață cu privire la riscul sau recompensa potențiale, implicate în fluxurile de numerar așteptate și fluxurile care se concretizează în viitor pot fi deseori reflectate în rata de actualizare aplicată.

Există situații în care putem estima incertitudinea în evaluare rezultată din informațiile inconsecvente sau contradictorii prin modul în care evaluarea este influențată prin utilizarea unor date de intrare alternative. Un considerent cheie pentru evaluarea instrumentelor nefinanciare, de exemplu, este reprezentat de modelul de distribuție și aria de extindere a potențialelor date de intrare alternative. Dacă datele urmează un model de distribuție normal – distribuția Gauss – datele din ambele cozi ale curbei pot fi cu ușurință ignorate, considerate ca fiind în afara intervalului a ceea ce este posibil din punct de vedere rezonabil. Totuși, alte modele de distribuție pot să indice că trebuie să acordăm o pondere mai mare unor elemente aberante.

Alegerea metodei sau a modelului

Pentru multe tipuri de active, de regulă, se pot utiliza mai multe metode sau modele pentru a estima valoarea. Totuși, aceste metode sau modele pot să nu producă întotdeauna același rezultat, ceea ce înseamnă că însăși selectarea celei mai adecvate metode poate să reprezinte o sursă de *incertitudine în evaluare*.

IVS 105 Abordări și metode de evaluare, paragraful 10.4 precizează următoarele: *„Evaluatorilor nu li se cere să utilizeze mai multe metode pentru evaluarea unui activ, mai ales atunci când evaluatorul are un grad mare de încredere în precizia și credibilitatea unei singure metode, ținând cont de datele și circumstanțele misiunii de evaluare. Cu toate acestea, evaluatorii ar trebui să ia în considerare mai multe abordări și metode și pot folosi nu doar o singură abordare sau metodă de evaluare pentru a obține o indicație asupra valorii, cu precădere atunci când datele de intrare concrete sau observabile sunt insuficiente pentru ca o singură metodă să conducă la o concluzie credibilă. Atunci când se utilizează mai multe abordări și metode sau chiar mai multe metode din cadrul aceleiași abordări, concluzia privind valoarea, bazată pe aceste abordări și/sau metode multiple, ar trebui să fie rezonabilă, iar procesul de analiză și reconciliere a diferitelor valori pentru a se ajunge la o singură concluzie finală – excluzând media valorilor obținute – ar trebui să fie descris în raportul de evaluare.”*

Climatul actual este posibil să reprezinte o situație în care ar trebui utilizate mai multe abordări, deoarece cadrul economic și politic este de așa natură încât *„sunt insuficiente date de intrare concrete sau observabile pentru ca o singură metodă să conducă la o concluzie credibilă.”*

Incetitudinea semnificativă

Majoritatea evaluărilor conțin o componentă de incertitudine, însă IVS 103 impune ca această incertitudine să fie dezvăluită numai atunci când este „semnificativă.” Cerința de dezvăluire a incertitudinii, atunci când este lipsită de consecințe sau are consecințe limitate, ar reprezenta o complicație inutilă pentru numeroase rapoarte de evaluare și ar putea reprezenta o abatere de la principiul conform căruia raportul de evaluare ar trebui să furnizeze utilizatorului desemnat o înțelegere clară a evaluării. De asemenea, acest fapt ar putea să crească costurile și să creeze îngrijorări nejustificate privind credibilitatea a numeroase concluzii asupra valorii, ceea ce nu ar fi util utilizatorilor.

Existența unei incertitudini semnificative nu înseamnă totuși că nu se poate efectua o evaluare, ci că raportul de evaluare ar trebui să prezinte ipotezele semnificative din cadrul abordării și al metodologiei de evaluare.

Prin urmare, este necesar să luăm în considerare situațiile în care incertitudinea în evaluare este „semnificativă”. De asemenea, este necesar să luăm în considerare standardul pe care îl urmăm, deoarece alte standarde, precum IFRS, pot aduce o perspectivă diferită asupra anumitor elemente, cum ar fi raționamentul profesional și relevanța.

Nivelul de semnificație ar trebui să fie luat în considerare din perspectiva a două elemente inter-relaționate: în primul rând, dacă impactul potențial asupra evaluării este semnificativ; în al doilea rând, dacă este relevant pentru utilizatorul desemnat al evaluării. Deși este foarte improbabil ca o incertitudine ne semnificativă să fie relevantă, este posibil ca o incertitudine semnificativă să aibă sau să nu aibă relevanță.

Pentru a determina dacă o incertitudine identificată are sau nu are o influență semnificativă asupra evaluării, ar trebui să luăm în considerare potențialul de eroare. Pentru anumite tipuri de active, această cuantificare se poate dovedi dificilă, mai ales în condițiile de piață curente. Chiar dacă incertitudinea poate fi cuantificată și pare să fie semnificativă, fie ca sumă absolută, fie ca procent, nivelul de semnificație depinde, de asemenea, de relevanța incertitudinii, fapt care poate fi judecat în contextul scopului pentru care se solicită evaluarea, precum și al impactului potențial asupra tuturor utilizatorilor desemnați ai unei evaluări, care se dovedește ulterior că a fost incorectă la data efectuării acesteia.

Pentru a determina dacă incertitudinea în evaluarea activelor corporale și a întreprinderii este semnificativă, poate fi util să luăm în considerare factori cum ar fi:

- dacă clientul solicită evaluarea pentru scopuri interne sau dacă aceasta va fi transmisă și utilizată de către terțe părți (este probabil ca pragul de relevanță să fie mai scăzut dacă evaluarea urmează să fie utilizată de terțe părți);
- măsura în care este afectată valoarea totală a unui portofoliu atunci când incertitudinea în evaluare afectează numai o parte din activele incluse în portofoliu (situație care poate implica, de asemenea, luarea în considerare a corelației și a interdependenței între activele individuale);
- dacă, la data angajării evaluării, cauza incertitudinii era cunoscută clientului sau părții terțe care va utiliza evaluarea;
- dacă efectul incertitudinii ar putea expune clientul sau partea terță care utilizează evaluarea la un risc semnificativ de pierdere.

Un test util pentru a determina dacă incertitudinea în evaluare este semnificativă este să luăm în considerare dacă nedezvăluirea incertitudinii ar face ca o persoană rezonabilă, care se bazează pe raportul de evaluare, să acționeze într-un mod în care nu ar fi acționat dacă am fi dezvăluit incertitudinea.

Măsurarea incertitudinii evaluării

Fără a aduce atingere precauțiilor generale impuse de prezentarea oricărei estimări cantitative a incertitudinii, pot exista scopuri specifice ale evaluării unde acest lucru este necesar. Așa cum am discutat, incertitudinea generată, fie de alegerea metodei sau a modelului, fie de lipsa de consecvență a datelor de intrare, poate fi estimată prin observarea felului în care un model alternativ sau date de intrare alternative influențează evaluarea.

Cuantificarea incertitudinii evaluării poate să fie mai relevantă pentru anumite clase de active decât pentru altele.

Atunci când sunt posibile două sau mai multe scenarii alternative, evaluarea ar trebui să se bazeze pe scenariul cel mai probabil.

Principiul cuantificării incertitudinii prin utilizarea unei analize de sensibilitate se poate aplica activelor, atunci când există un număr suficient de date de intrare numerice alternative, posibile, rezonabile, care ar fi putut fi selectate la data evaluării. Oricum, o astfel de analiză este de regulă mai greu de aplicat activelor nefinanciare, deoarece volumul tranzacțiilor și al datelor aferente acestora sunt în mod normal mai scăzute. În situația în care activele nefinanciare sunt afectate de un nivel ridicat de incertitudine a evaluării, este posibil ca rezultatele să se fi bazat pe date de intrare neobservabile, care nu pot fi cuantificate cu ușurință sau cu acuratețe și pentru care analiza statistică nu generează rezultate credibile.

Deși relevantă pentru anumite specializări, cum ar fi evaluarea instrumentelor financiare, furnizarea unei estimări cantitative a incertitudinii evaluării în astfel de circumstanțe poate totodată genera riscul unei false precizii în cadrul altor specializări, ceea ce i-ar putea induce în eroare pe cei care se bazează pe evaluare. Atunci când adoptă o astfel de abordare, evaluatorii ar trebui să enunțe în mod clar nivelul de încredere.

Atunci când este nevoie de o măsură cantitativă a incertitudinii evaluării, în funcție de situație, ar trebui luate în considerare și aplicate următoarele principii.

O măsură cantitativă ar trebui întotdeauna însoțită de un enunț care să descrie cauza și natura incertitudinii.

- O ilustrare pur numerică nu face decât să confirme incertitudinea, fără să o explice. Furnizarea acestui tip de expresie cantitativă a incertitudinii nu servește niciunui scop util, atâta vreme cât nu conduce la o mai bună înțelegere a concluziei asupra valorii, de către utilizator.
- Cuantificarea incertitudinii evaluării nu presupune previzionarea celui mai rău scenariu. Obiectivul nu este acela de a supune o evaluare la un test de stres în condiții extreme. Orice test al incertitudinii evaluării ar trebui să abordeze impactul unor ipoteze alternative probabile și rezonabile asupra valorii estimate. Atunci când selectăm ipotezele alternative pentru a măsura incertitudinea din cadrul evaluării unei întreprinderi sau a unui activ corporal, selecția trebuie să privească posibilitățile care nu sunt localizate în coada distribuțiilor (unde este improbabilă materializarea evenimentelor), ci, mai degrabă, în zona centrală a acestora (unde evenimentele sunt probabile).
- Obiectivul oricărei analize a incertitudinii nu este acela de a furniza o prognoză a posibilelor fluctuații ale valorii estimate la diferite date din viitor, ci de a oferi informații privind variabilitatea valorii la data specifică a evaluării.
- La cuantificarea impactului incertitudinii, este necesar să fie luate în considerare interdependența sau corelarea între datele de intrare semnificative – atunci când este posibil din punct de vedere practic. Analiza corelației este un element foarte important al

acestui proces, iar atunci când incertitudinea se măsoară fără corelarea adecvată a datelor de intrare interdependente, este posibilă supraestimarea nivelului de incertitudine.

Recomandări suplimentare din partea IVS

- Atunci când nu este posibil să vă conformați tuturor acestor recomandări cuprinse în IVS 102 *Documentare și conformare*, din cauza unor restricții impuse de guvern – de exemplu, restricționarea posibilității de deplasare necesară efectuării evaluării – acest aspect trebuie enunțat în mod clar în termenii de referință, convenit cu clientul și prezentat în mod clar în raport.
- Atunci când evaluatorul consideră că nu este posibilă efectuarea unei evaluări pe o bază restrictivă, acesta trebuie să refuze misiunea de evaluare.
- În efectuarea evaluărilor, evaluatorii nu ar trebui să aplice criteriile anterioare crizei, deoarece această abordare se bazează pe ipoteza posibil eronată conform căreia valorile vor reveni la nivelul pe care îl aveau anterior crizei și este imposibil să prognozăm că acest tip de ipoteză este de fapt corect.

Informații suplimentare

Comentarii suplimentare privind coronavirus și recomandări suplimentare emise de organizațiile membre ale IVSC pot fi accesate folosind următorul link:

<https://www.ivsc.org/news/article/statement-in-relation-to-the-covid-19-pandemic>

Cea mai recentă versiune a Standardelor Internaționale de Evaluare poate fi găsită aici:

www.ivsonline.org

Mark Zyla

Președinte al Comitetului IVSC de Revizuire a Standardelor

Cu sprijinul președinților Comitetelor tehnice ale IVSC