

“XXX CONGRESO UPAV 2015” - VALORES SINÉRGICOS E VALORES ESPECIAIS

OSÓRIO ACCIOLY GATTO

**XXX CONGRESO DE LA UNION PANAMERICANA DE ASOCIACIONES DE
VALUACION UPAV 2015**

VALORES SINÉRGICOS E VALORES ESPECIAIS

OSÓRIO ACCIOLY GATTO

Engenheiro, Mestre em Economia, Pós-graduado em Engenharia de avaliações.

Ex-presidente do IBAPE São Paulo, Ex-Presidente do IBAPE Nacional.

ÍNDICE

1.	RESUMO.....	3
2.	INTRODUÇÃO	4
3.	ABORDAGEM DE VALORES.....	7
4.	EXEMPLO DE VALORES ESPECIAIS	14
5.	EXEMPLO DE VALORES SINÉRGICOS.....	17
6.	CONCLUSÃO	20
7.	BIBLIOGRAFIA.....	21

1. RESUMO

Este trabalho tem por finalidade apresentar duas abordagens de valores do IVS, específicas e de larga aplicação, recentemente introduzidas para a aprovação nos textos normativos da ABNT, norma 14653, parte 1. Trata-se dos valores sinérgicos e dos valores especiais.

Previamente se faz uma discussão sobre abordagem de valores, demonstrando uma larga cadeia de valores plurivalentes presentes tanto nas normas IVS como nas normas da ABNT.

Os valores sinérgicos podem traduzir desde a sinergia de dois bens colocados á venda em conjunto, tais como dois terrenos ou dois imóveis, até a avaliação de dois empreendimentos, pela combinação da sinergia de seus fluxos de caixa.

Já os valores especiais, que tantas vezes nos deparamos, envolvem as situações quando nos afastamos do valor de mercado em função de uma premissa especial que apenas um comprador possui. Este valor fica condicionado a esta premissa especial, não se aplicando aos demais participantes do mercado.

Este trabalho traz diversas simulações de avaliações envolvendo os dois valores acima em uma importante contribuição prática aos avaliadores.

2. INTRODUÇÃO

A avaliação se pauta em traduzir valores para as mais diversas finalidades. A compreensão sobre os valores e seus respectivos alcances tem implicações e conferem alta complexidade aos trabalhos. A correta compreensão é primordial para o desempenho da atuação do Engenheiro de Avaliações.

“A avaliação de bens, de seus frutos e direitos é uma análise técnica para identificar valores, custos ou indicadores de viabilidade econômica, para um determinado objetivo, finalidade e data, consideradas determinadas premissas, ressalvas e condições limitantes claramente explicitadas.” (ABNT 14653-1 texto em aprovação)

Observamos claramente que os valores estimados estão sempre se referindo a determinadas vigências e situações.

Antes de passarmos adiante, é importante definir valor e diferenciá-lo de preços e custos. Estes conceitos são distintos, mas por muitas vezes se confundem, mesmo entre os profissionais mais experientes é comum tratar preço como valor, custos como valor. São abordagens distintas:

*O **valor** de um bem decorre de sua utilidade para satisfazer necessidades e interesses humanos e sofre influências por suas características singulares e condições de oferta e procura. Trata-se de um conceito econômico abstrato e não de um fato.*

*O **preço** é uma expressão monetária que define uma transação ou uma perspectiva de comercialização de um bem, um fruto ou um direito. O preço é um fato concreto, relacionado às capacidades financeiras, às motivações ou aos interesses específicos do comprador ou do vendedor.*

*O **custo** tem relação com o total dos gastos diretos e indiretos necessários à produção ou aquisição de um bem, fruto ou direito.*

Outra importante abordagem inicial são as relações percebidas entre métodos e valores. A escolha da metodologia e abordagem de valores tem que estar em sintonia com a finalidade das avaliações.

“A metodologia aplicável é função, basicamente, da natureza do bem avaliando, da finalidade da avaliação e da disponibilidade, qualidade e quantidade de informações colhidas no mercado. A sua escolha deve ser justificada e ater-se ao estabelecido nesta Parte 1, bem como nas demais que compõem esta Norma, com o objetivo de retratar o comportamento do mercado por meio de modelos que suportem racionalmente o convencimento do valor.” (ABNT 14653 parte texto em revisão)

Segundo a ABNT 14653-1 (no texto em votação) as metodologias normalizadas para apuração de valores são:

“Método comparativo direto de dados de mercado *Identifica o valor de mercado do bem por meio de tratamento técnico dos atributos dos elementos comparáveis, constituintes da amostra.*

Método involutivo *Identifica o valor de mercado do bem, alicerçado no seu aproveitamento eficiente, baseado em modelo de estudo de viabilidade técnico-econômica, mediante hipotético empreendimento compatível com as características do bem e com as condições do mercado no qual está inserido, considerando-se cenários viáveis para execução e comercialização do produto.*

Método evolutivo *Identifica o valor do bem pelo somatório dos valores de seus componentes. Caso a finalidade seja a identificação do valor de mercado, deve ser considerado o fator de comercialização.*

Método da capitalização da renda *Identifica o valor do bem, com base na capitalização presente da sua renda líquida prevista, considerando-se cenários viáveis.*

A ABNT, introduziu (no texto em votação) a metodologia normalizada para apuração de custo:

“Abordagem pelo CUSTO

- **Método comparativo direto de custo** *Identifica o custo do bem por meio de tratamento técnico dos atributos dos elementos comparáveis, constituintes da amostra.*

- **Método da quantificação de custo** *Identifica o custo do bem ou de suas partes por meio de orçamentos sintéticos ou analíticos a partir das quantidades de serviços e respectivos custos diretos e indiretos.”*

Os métodos refletem o tratamento e a formulação de pressupostos que definem uma avaliação enquanto que os valores guardam uma correlação com a finalidade. Entre os valores aplicados, destacamos:

- Valor de mercado
- Valor justo
- Valor patrimonial
- Valor econômico
- Valor de indenização
- Valor em risco
- Valços de liquidação forçada
- Valor especial
- Valor sinérgico

3. ABORDAGEM DE VALORES

Como já explicado, este trabalho tem por finalidade abordar dois valores, inseridos na Norma ABNT, inspirada na norma IVS, que resolvem situações, muitas vezes enfrentadas pelos avaliadores.

- Valor Sinérgico
- Valor Especial

Estes valores são assim definidos na norma IVS:

*“**Valor Especial** – Quantia que reflete atributos particulares de um ativo que teriam valor somente para um Comprador Especial”*

*“**Valor Sinérgico** – Elemento adicional de valor criado por uma combinação de dois ou mais ativos ou interesses, quando o valor combinado for maior do que a soma dos valores separados.”*

Para um melhor entendimento da definição de Valor Especial apresentamos a definição de Comprador Especial:

*“**Comprador Especial** – Comprador para quem o ativo tem um Valor Especial devido a vantagens provenientes da propriedade do ativo, que não estariam disponíveis para outros participantes do mercado”.*

Antes de prosseguir a discussão sobre os Valores Especiais e Sinérgicos torna-se importante destacar as evoluções conceituais, recentemente pontuadas na revisão da ABNT, parte 1, no texto em votação onde são incorporados diversos aspectos da norma internacionais IVS, especificamente onde são apresentadas as abordagens de valor.

No texto da **ABNT** a abordagem de valor é subdividida em dois grandes grupos; os valores de mercado e os valores com características específicas:



Na abordagem pelo valor de mercado

“Identifica a quantia mais provável pela qual um bem seria transacionado no mercado. Alguns tipos de valor podem traduzir ou se identificar com o valor de mercado:

- O valor econômico, quando forem adotadas condições e taxas de desconto médias praticadas no mercado;
- O valor patrimonial, quando, em situações específicas, a soma dos valores dos bens do patrimônio corresponda ao valor de mercado;
- O valor em risco, quando o bem é segurado pelo valor de mercado (caso usual do automóvel).”

Na abordagem pelo valor específico

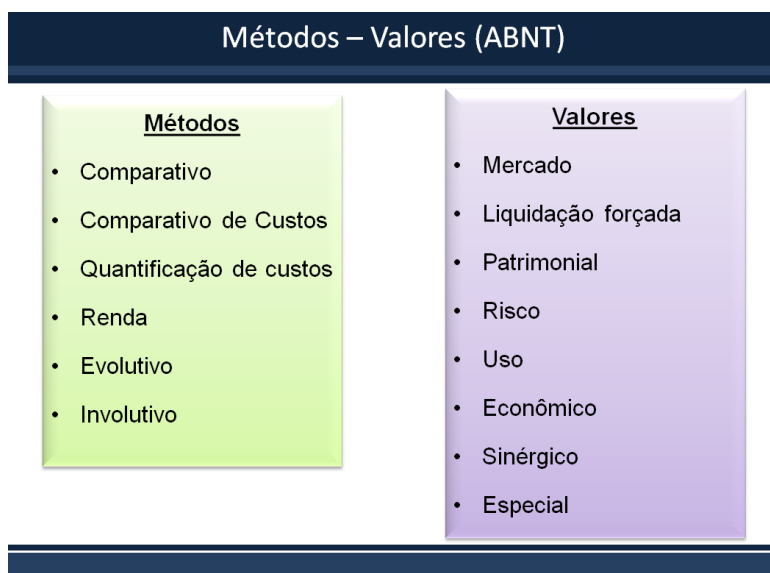
“Referem-se a valores distintos do valor de mercado, entre eles:

OSÓRIO ACCIOLY GATTO

- O valor especial, que reflete características ou premissas relevantes apenas para um comprador especial, desconsideradas na identificação do valor de mercado. O valor econômico, quando forem adotadas premissas vinculadas a um comprador especial (por exemplo: taxas de desconto, isenções fiscais, projeções de receitas e despesas), adquire o caráter de um valor especial;
- O valor patrimonial, pois a soma dos valores dos bens componentes do patrimônio usualmente não representa o seu valor de mercado;
- O valor de liquidação forçada, que difere do valor de mercado, em razão de condições especiais destinadas a comercializar o bem em prazo inferior ao usual;
- O valor em risco, que identifica o montante para fins de cobertura securitária do bem, de acordo com critérios estabelecidos na apólice, quando diferentes do valor de mercado;
- O valor sinérgico, quando as sinergias estiverem disponíveis a um comprador determinado (por exemplo: caso de combinação de fluxos de caixa de empresas do mesmo segmento e união de terrenos com ganho de aproveitamento).

O valor justo, no que tange aos valores para fins de relatórios financeiros é uma abordagem que muitas vezes se aproximam dos valores de mercado. Segundo a ABNT, norma 14653-1 do texto em aprovação, é feita uma primeira abordagem sobre o valor justo:

“Nas práticas contábeis é usualmente empregado o conceito de “valor justo”, que diz respeito ao preço de um bem, quando este atende aos interesses recíprocos de partes conhecedoras do mercado, independentes entre si, dispostas, mas não compelidas a negociar. Em geral, o “valor justo” é estimado com a utilização da abordagem do valor de mercado.”



Já a norma IVS faz a abordagem de valor em três categorias

- Valor de mercado
- Valores específicos
- Valor Justo

(a) “A primeira é indicar o preço mais provável que seria alcançado em uma transação hipotética em um mercado livre e aberto. Valor de Mercado, conforme definido nestas normas enquadra-se nesta categoria.

(b) A segunda é indicar os benefícios de que uma pessoa ou entidade goza por ter a propriedade do ativo. O valor é específico para aquela pessoa ou entidade e pode não ter relevância para os participantes do mercado em geral. Valor de Investimento e Valor Especial, conforme definido nestas normas, enquadram-se nesta categoria.

(c) A terceira é o preço que seria razoavelmente combinado entre duas partes específicas pela transação de um ativo. Mesmo que as partes não sejam relacionadas e a negociação seja a vista, o ativo não é necessariamente exposto ao mercado e o preço combinado pode ser um preço que reflita as vantagens ou desvantagens da

propriedade do ativo para as partes envolvidas e não para o mercado de forma geral. Valor Justo, conforme definido nestas normas, enquadra-se nesta categoria.”



Os valores mais recorrentes são: valor de mercado e valor justo.

Na abordagem de valor de mercado as definições da IVS e da ABNT se aproximam, pois a ABNT incorporou a definição de valores convergindo com a Norma IVS.

*“**Valor de mercado:** Quantia mais provável pela qual se negociaria voluntariamente e conscientemente um bem, numa data de referência, dentro das condições do mercado vigente” (ABNT 14653-1 texto proposto).*

*“**Valor de Mercado** é a quantia estimada pela qual, na data da avaliação, um ativo seria transacionado entre um comprador e um vendedor predispostos, em uma transação entre partes independentes, após exposição apropriada ao mercado e onde as partes agem com conhecimento, prudência e sem compulsão para transacionar - Norma IVS)”.*

Face a larga atuação dos engenheiros de avaliações nas perícias judiciais, o termo valor justo, enfrenta restrições para amparos normativos junto a ABNT, foi apenas citado seu uso nas demonstrações financeiras.

Com a adesão do Brasil as normas internacionais de contabilidade, reguladas na lei 11.638, para as demonstrações financeiras foi definido no CPC 46 o valor justo em linha com o IFRS13.

Entendemos que este valor deve ser enfrentado no âmbito da ABNT, pois se trata da abordagem mais importante das avaliações destinadas a suportar os relatórios financeiros e transações entre empresas. Segundo o IVS o valor justo é assim definido:

“Valor justo é o preço estimado para a transferência de um ativo ou passivo entre partes identificadas, informadas e predispostas a negociar, que reflete o respectivo interesse daquelas partes.”

Nos pronunciamentos do CPC 46 e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) as definições convergem com o IFRS:

“Este Pronunciamento define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração. (segundo o pronunciamento da CVM sobre o CPC 46 e o CPC46)”

O valor justo difere do valor de mercado, pois podem identificar vantagens que estejam disponíveis para duas partes identificadas, mas que não estejam disponíveis para o mercado. Muito embora muitas vezes o valor justo seja aquele identificado no mercado.

O **Valor Especial** segundo o IVS, quando identificado deve ser relatado e claramente diferenciado em relação ao valor de mercado.

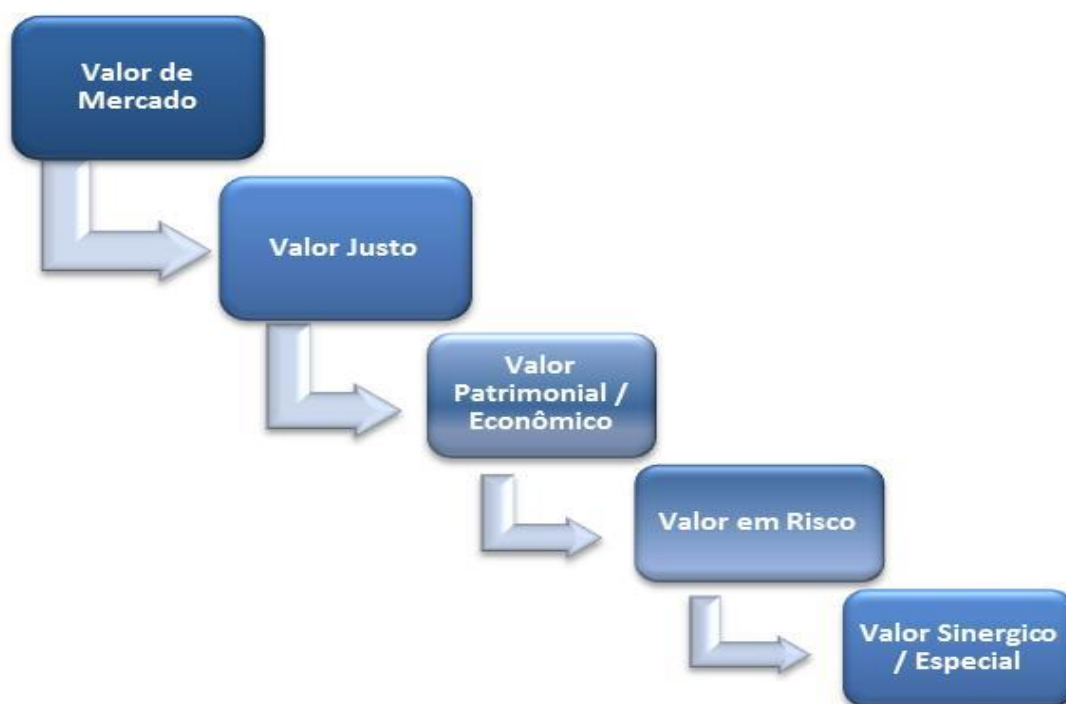
“O Valor Especial pode surgir quando um ativo tem atributos que o tornam mais atraente para um determinado comprador do que para outros compradores no mercado. Estes atributos podem incluir características físicas, geográficas, econômicas ou legais inerentes a um ativo. Valor de mercado requer a desconsideração de quaisquer elementos de valor especial, porque em qualquer data presume-se a existência de um comprador predisposto e não de um comprador predisposto determinado”.

Já o **Valor Sinérgico** refere-se à combinação de ativos, tais como, terrenos contíguos ou empreendimento que tenham sinergia positiva.

*“O **Valor Sinérgico** é um elemento adicional de valor criado pela combinação de dois ou mais ativos ou interesses onde o valor combinado é superior à soma dos valores individuais. Se as sinergias estiverem disponíveis apenas a um comprador determinado é um exemplo de valor especial.”*

Os valores utilizados predominantemente são os valores de mercado seguido pelo valor justo. Os avaliadores estão acostumados, treinados e capacitados para estas abordagens

Já os valores sinérgicos e especiais, são os mais específicos e por isto, sua utilização requer cuidados especiais. As vezes as premissas especiais são de fácil mensuração consequentemente tornando o valor especial de fácil atribuição de valores. Outras vezes de atribuição extremamente complexa e até mesmo subjetivas..



4. EXEMPLO DE VALORES ESPECIAIS

Os valores sinérgicos e especiais tendem a refletir condições especiais de negociações e podem oferecer suporte as decisões estratégicas.

Uma das primeiras situações que enfrentei em minha experiência avaliatória foi a avaliação de uma única casa remanescente de um quarteirão que havia sido comprado no bairro do Morumbi por um dos melhores hospitais da América Latina.



Observa-se na foto acima a casa remanescente. O valor pedido em 2005 representava cerca de 3 vezes o valor de mercado. À época, não havia o amparo normativo da definição do valor especial. Desta forma não conseguimos oferecer ao cliente uma estimativa sobre o valor que refletisse esta vantagem, que era exclusiva do Hospital (comprador especial)

Se analisarmos o impacto que a ausência deste imóvel representava em termos de limitações de recuos e projeções no projeto arquitetônico proposto para o local, poderíamos justificar o valor adicional, apresentando, de forma muito clara o valor de

mercado e o valor especial. Nas fotos a seguir observa-se a incorporação do terreno. O uso dado para o imóvel, era uma premissa especial só disponível para o hospital, os demais participantes de mercado apenas o analisariam, como uso residencial.



Outra situação de valor especial foi observada na determinação do valor locativo para a renovação de uma agência de fomento. Tratava-se de uma loja, com área de 350 m² cujo valor locativo de 60,00 R\$/ m², foi obtido pelo método comparativo direto com outras lojas no entorno, resultando em um aluguel mensal de R\$ 21.000,00.

Ocorre que o locatário, nosso cliente, havia investido R\$ 315.000,00 na reforma da loja e se fosse alugar outro imóvel teria que investir a mesma importância.

Estimando uma vida útil para os investimentos de 10 anos, poder-se-ia calcular o valor incremental para este aluguel, como o valor presente dos investimentos realizados (R\$ 315.000,00 diluídos pela vida útil). Seria o custo de oportunidade de manter-se no imóvel e não ter o risco e transtorno de uma nova locação com as adaptações necessárias.

Como os gastos para reforma ocorrem no início do contrato consideramos o valor do pagamento de uma série de 10 anos, ao custo de oportunidade de 10% ao ano (0,7974% ao mês) equivalente a R\$ 4.048,74, resultando nas seguintes expressões de valores:

- Valor locativo de mercado: R\$ 21.000,00
- Valor especial de locação: R\$ 25.048,74 (R\$ 21.000,00 + R\$ 4.048,74)

São parâmetros distintos, o valor especial nunca irá refletir o valor de mercado para outros participantes de mercado, pois estes, certamente não usufruiriam das instalações customizadas para o Cliente.

Ao determinarmos um valor de imóvel que tem um contrato de locação diferenciado por um longo período (por exemplo um arrendamento), este imóvel poderia apresentar um valor diferenciado em relação ao valor de mercado, contemplando o valor de locação abrangido neste contrato. Este contrato pode ser uma premissa especial deste imóvel, que se levada em conta na valoração, configura-se como valor especial.

Outra larga utilização de valores especiais é observada nas avaliações econômicas. No método da renda, uma das etapas mais complexa é a estimação da taxa de desconto. Muitas vezes os investidores solicitam simulações de fluxos de caixa com taxas peculiares a seus fundos, não disponíveis para outros participantes de mercado. Mantidas as demais premissas do fluxo estaríamos apresentando um valor especial para este investidor.

5. EXEMPLO DE VALORES SINÉRGICOS

As primeiras experiências com valores sinérgicos remetem as avaliações de empresas e empreendimentos onde eram percebidas sinergias disponíveis entre as atividades. Foi um conceito de fácil percepção, pois em combinações de empresas que atuavam em setores similares, a primeira sinergia que se observava era a redução dos gastos administrativos. Depois se observava também a sinergia que proporcionava a economia de escala, proporcionando melhores condições de negociações.

Outra situação recorrente de valores sinérgicos referia-se a soma de terrenos que individualmente não ofereciam condições de incorporações, porém em conjunto com outros terrenos tornam-se incorporáveis. Se os mesmos estiverem localizados em regiões de ocupação vertical, os terrenos em conjunto permitem uma utilização muito mais vocacionada, transferindo ao imóvel resultante desta composição um acréscimo, definido como valor sinérgico.

Neste sentido tomamos como exemplo uma avaliação que fizemos na Avenida Paulista, uma emblemática avenida, referência da cidade de São Paulo.



O valor de terreno para a face da avenida à época era de R\$ 15.000,00 / m² , para uma área de 2.000,00 m². O terreno contíguo aos fundos que fazia frente para a Alameda Santos, uma importante rua com valor unitário R\$ 3.000,00/ m². para uma área de 1.630,00 m².

Claro que se os terrenos fossem vendidos de forma isolada os valores seriam muito inferiores em relação a uma venda em conjunto.

Venda isolada

Valor: $(2.000,00\text{m}^2 * 15.000,00 \text{ R\$/m}^2) + (1.630,00 \text{ m}^2 * 3.000,00 \text{ R\$/m}^2) : \text{R\$}34.980.000,00$

Valor sinérgico

Valor: $(2.000,00\text{m}^2 + 1.630,00 \text{ m}^2) * 15.000,00 \text{ R\$/m}^2 : \text{R\$} 54.450.000,00$

Reproduzimos a seguir uma síntese de dois fluxos de empreendimentos , onde a a sinergia apontada foi para a redução de custos indiretos e administrativos, e um pequeno ganho de escala na matéria prima.

Os valores individuais dos fluxos somados sem efeitos sinérgicos resultam em R\$ 20.995 mil (R\$ 7.672 + R\$ 13.323) , tem-se um acréscimo de R\$ 2.778 mil e um valor sinérgico de R\$ 23.773 mil.

Resultado sem sinergia	EMPRESA A	EMPRESA B	sinergia A + B
matéria prima	34%	34%	32,50%
custo adm	100%	100%	90%
outros indiretos	100%	100%	90%
valor	7.672	13.323	23.773

"XXX CONGRESSO UPAV 2015" - VALORES SINÉRGICOS E VALORES ESPECIAIS

OSÓRIO ACCIOLY GATTO

EMPRESA A

Evolução	3%
percentual matéria prima	33%

	Ano1	Ano2	Ano3	Ano4	Ano5	perpetuidade
Receita Bruta	10.000	10.300	10.609	10.927	11.255	
Impostos s/ faturamento	1.700	1.751	1.804	1.858	1.913	
Devoluções	50	52	53	55	56	
Receita Líquida	8.250	8.498	8.752	9.015	9.285	
Custos Diretos	5.350	5.469	5.590	5.716	5.845	
Matéria Prima	3.250	3.348	3.448	3.551	3.658	
Mão de obra	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	
Utilidades	500	515	530	546	563	
Manutenção	400	406	412	418	425	
Resultado Bruto	2.900	3.029	3.162	3.299	3.440	
Custos Indiretos	1.245	1.254	1.263	1.273	1.283	
Administrativos	720	720	720	720	720	
Despesas com vendas	300	309	318	328	338	
Outros adm	225	225	225	225	225	
Resultado Operacional	1.655	1.775	1.899	2.026	2.158	
Resultado Não operacional	50	50	50	50	50	
Resultado antes da tributação	1.705	1.825	1.949	2.076	2.208	
Deduções da base tributária	450	450	450	450	450	
amortização dos ativos imobilizados	450	450	450	450	450	
Lucro Tributável	1.255	1.375	1.499	1.626	1.758	
Impostos e Contribuições	403	444	486	529	574	
IR	290	320	351	383	415	
CSSL	113	124	135	146	158	
Resultado após tributação	1.302	1.382	1.463	1.547	1.634	
Investimentos	450	450	450	450	450	
Lucro líquido	852	932	1.013	1.097	1.184	10.656
Valor presente A	8.804					
taxa de desconto	12,50%					

EMPRESA B

Evolução	2%
percentual matéria prima	33%

	Ano1	Ano2	Ano3	Ano4	Ano5	perpetuidade
Receita Bruta	14.500	14.790	15.086	15.388	15.695	
Impostos s/ faturamento	2.465	2.514	2.565	2.616	2.668	
Devoluções	73	74	75	77	78	
Receita Líquida	11.963	12.202	12.446	12.695	12.949	
Custos Diretos	7.188	7.305	7.424	7.545	7.669	
Matéria Prima	4.713	4.807	4.903	5.001	5.101	
Mão de obra	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	
Utilidades	725	740	754	769	785	
Manutenção	550	558	567	575	584	
Resultado Bruto	4.775	4.897	5.022	5.149	5.279	
Custos Indiretos	1.857	1.866	1.875	1.884	1.893	
Administrativos	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	
Despesas com vendas	435	444	453	462	471	
Outros adm	342	342	342	342	342	
Resultado Operacional	2.918	3.032	3.147	3.266	3.386	
Resultado Não operacional	- 20	- 20	- 20	- 20	- 20	
Resultado antes da tributação	2.898	3.012	3.127	3.246	3.366	
Deduções da base tributária	450	450	450	450	450	
amortização dos ativos imobilizados	450	450	450	450	450	
Lucro Tributável	2.448	2.562	2.677	2.796	2.916	
Impostos e Contribuições	808	847	886	927	968	
IR	588	616	645	675	705	
CSSL	220	231	241	252	262	
Resultado após tributação	2.090	2.165	2.241	2.319	2.399	
Investimentos	450	450	450	450	450	
Lucro líquido	1.640	1.715	1.791	1.869	1.949	17.539
Valor presente B	14.970					
taxa de desconto	12,50%					

6. CONCLUSÃO

Uma clara compreensão da abordagem de valores é essencial para uma correta atuação profissional.

Os valores especiais oferecem um amparo normativo para situações pontuais de investidores, premissas especiais, permitindo a identificação de interesses disponíveis apenas para um comprador especial.

Os valores sinérgicos, de larga utilização na combinação de ativos e fluxos de empresas, devem captar a sinergia das atividades da empresa ou vantagens da combinação dos ativos.

Recomenda-se que nas demonstrações de sinergia e premissa especial seja apresentada a valoração para os demais participantes de mercado. Portanto, quando se apresentar um valor especial ou sinérgico, também demonstre o valor de mercado ou sua melhor aproximação.

Estes valores requerem uma cuidadosa abordagem, e profissionais extremamente experientes e capacitados.

7. BIBLIOGRAFIA

Normas IVS – Normas Internacional de Avaliação - 2012

IFRS – Guia Aplicação do Valor justo – Bookmann – 2013

CPC 46 - Mensuração do Valor Justo – CPC – 2012

Engenharia de Avaliações – 2^o ed. – Leud - 2014