

**CONTABILIDAD**

**DUFF & PHELPS**  
Protect, Restore and Maximize Value

*Autores:*

**Javier Zoido**

Managing Director y líder de  
valoraciones, miembro del IVSC  
Europe Board

**Francisco Micheloto**

Vice-President  
Duff & Phelps

*El test  
de  
deterioro  
en el  
contexto  
de la  
pandemia*

**DEL COVID-19**

*La pandemia de COVID-19 ha impactado la economía global de una forma sin precedentes, generando turbulencia en el entorno de los negocios. La volatilidad en los mercados y perspectivas negativas sobre el crecimiento económico hacen que las compañías tengan que afrontar una nueva realidad y diversos retos. En este contexto, la dirección de las empresas debe evaluar si existe un indicio de que haya ocurrido un deterioro del fondo de comercio y/o de otros activos, tanto bajo normativa contable internacional como bajo PGC. En este artículo discutimos algunos puntos a tener en cuenta al realizar un test de deterioro dentro de la coyuntura actual.*

## PALABRAS CLAVE

Test de deterioro; coronavirus; impairment; fondo de comercio; NIC 36; PGC

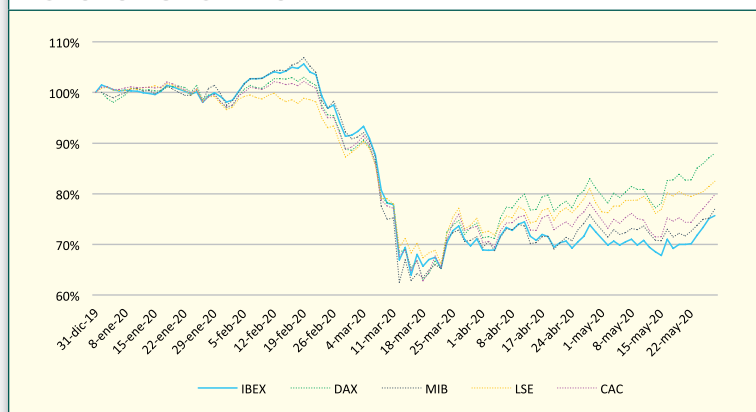


**E**l brote de coronavirus (COVID-19) ha afectado significativamente a la economía mundial y a los mercados financieros. El deterioro general del entorno económico y la incertidumbre sobre la extensión y duración de sus efectos han llevado a movimientos bruscos y alta volatilidad en los mercados de valores mundiales, que se han desplomado a una velocidad mayor que la observada durante la crisis financiera mundial de 2008. La volatilidad de las acciones de empresas cotizadas ha alcanzado máximos históricos y las principales bolsas del mundo han sufrido una drástica bajada generalizada en los últimos

meses, siendo el IBEX 35 uno de los índices más afectados en Europa, con una caída de 24% entre diciembre y 28 de mayo de este año (ilustración 1). Igualmente, los resultados y anuncios publicados del primer trimestre por las compañías cotizadas evidencian el duro efecto de la caída en la actividad económica (ilustración 2).

Todavía no se sabe cómo ni cuándo se recuperará la economía, pero, a pesar de que no se conoce la magnitud final de los impactos que pueda tener la pandemia, parece evidente que la magnitud de la caída en el PIB mundial en tan corto plazo no tiene

## ILUSTRACIÓN 1 :: EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS EUROPEAS



Fuente: S&P CAPITAL IQ

## ILUSTRACIÓN 2 :: RESULTADO AGREGADO DEL IBEX 35 EN EL PRIMER TRIMESTRE

IBEX 35 (millones de euros)	1T2019	1T2020	var.
Ingreso total	121,926	108,424	(13,501)
Beneficio total	10,095	92	(10,002)

Fuente: S&P CAPITAL IQ

## ILUSTRACIÓN 3 :: MEDIANA DE ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO REAL DEL PIB ANTES Y DESPUÉS DEL COVID-19

	Antes del COVID-19		Después del COVID-19	
	2020	2021	2020	2021
Estimativa de crecimiento *				
Mundo	2,6%	2,8%	-3,0%	5,1%
Eurozona	1,1%	1,2%	-7,0%	4,7%
EEUU	1,9%	1,9%	-5,5%	4,3%
China	5,8%	5,7%	1,2%	7,8%

\* mediana de estimativas de diversas fuentes: OCDE, IMF, Blue Chip Economic Indicators, Consensus Economics, Economist Intelligence Unit (EIU), Fitch Ratings, IHS Markit, Moody's Analytics, Oxford Economics, S&P Global Ratings.

precedentes. El Banco de España espera un retroceso del PIB español de entre un 6,6% y un 13,6% en 2020 (a diciembre de 2019, preveía un crecimiento de un 1,7% en 2020).

La Norma Internacional de Contabilidad 36 (NIC 36) — Deterioro del Valor de los Activos — y el Plan General Contable de España establecen la comprobación anual de deterioro del fondo de comercio y activos intangibles de vida indefinida. Adicionalmente, también requieren que las compañías realicen dicha comprobación para estos y demás activos con mayor frecuencia cuando exista un indicio de deterioro.

Los impactos generados por la pandemia del COVID-19 podrían constituir un indicio de deterioro para muchas compañías y es posible que gran parte de ellas tenga que realizar un test de deterioro para sus activos de forma adicional al test que se realiza de forma anual. Probablemente se verá un efecto en los beneficios reportados en los estados financieros de 2020 por los posibles deterioros que se puedan dar tanto de fondo de comercio como de otros activos, tal y como se observó tras la crisis financiera de 2008-2009 (ilustración 4) y la crisis de la deuda pública en Europa entre 2011-2012 (ilustración 5).

## ¿HAY INDICIO DE DETERIORO?

Al evaluar si existe un indicio de deterioro en el valor de los activos, la normativa requiere la consideración de fuentes de información externas (como, por ejemplo, un empeoramiento del entorno económico, incrementos en las tasas de interés y otras tasas de mercado que afectan a la tasa de descuento, o capitalización bursátil por debajo de su valor en libros), así como también fuentes de información internas que, por ejemplo, evidencien que el rendimiento económico de un negocio o activo vaya a ser peor que el anteriormente esperado.

Si bien el impacto de la pandemia es desigual para cada sector y compañía, el grave empeoramiento del marco económico presenta una condición que induce a considerar un indicio de deterioro que requiere un test adicional tanto del fondo de comercio, aparte del test que se debe realizar anualmente, como de otros activos.

La volatilidad que se ha observado en los mercados, seguida de una serie de restricciones en la actividad económica, y los cambios impuestos en el comportamiento social tienen el potencial de afectar — o de haber ya afectado — los fundamentos de muchas industrias. Por lo tanto, aunque no exista una respuesta universal para la pregunta de si los efectos del COVID-19 constituyen un indicio de deterioro, la probabilidad de que exista ha

aumentado significativamente y es razonable pensar que las condiciones actuales deberían ser un indicio para numerosas empresas.

### EL TEST DE DETERIORO EN EL ESCENARIO ACTUAL

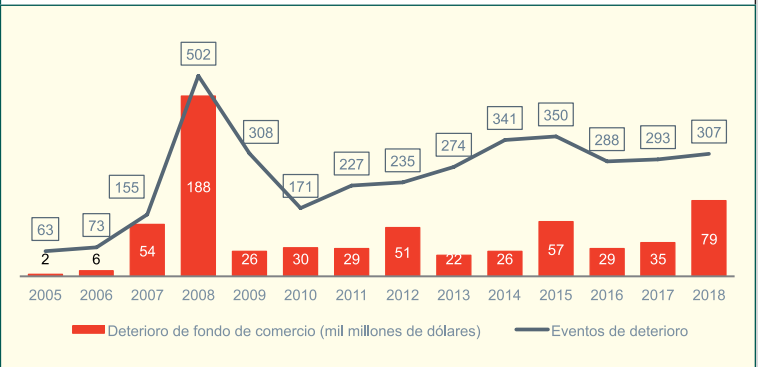
De acuerdo con la norma contable, el valor en libros de un activo o Unidad Generadora de Efectivo (UGE) no debe ser mayor que su importe recuperable. Por importe recuperable se entiende el mayor entre:

- (i) El valor en uso (el «valor presente de los flujos futuros de efectivo estimados que se espera obtener de un activo o unidad generadora de efectivo»); y
- (ii) El valor razonable menos costes de disposición («el precio que se recibiría por vender un activo o que se pagaría por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición» menos «los costes incrementales directamente atribuibles a la disposición de un activo o UGE, excluyendo los costes financieros y los impuestos a las ganancias»).

En caso de estar el importe recuperable de un activo o UGE por debajo de su valor en libros, la compañía deberá dotar una pérdida por deterioro.

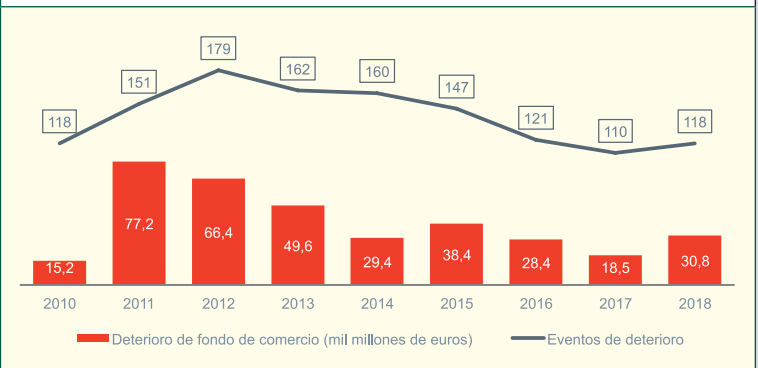
La NIC 36 no define una preferencia por ninguna de las dos formas. De acuerdo con el informe «European enforcers review of impairment of goodwill and other intangible

### ILUSTRACIÓN 4 :: DETERIORO AGREGADO HISTÓRICO DE FONDO DE COMERCIO EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Duff & Phelps

### ILUSTRACIÓN 5 :: DETERIORO AGREGADO HISTÓRICO DE FONDO DE COMERCIO DEL EURO STOXX 600



Fuente: Duff & Phelps

assets in the IFRS financial statements», de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la gran mayoría de las compañías europeas calcula el importe recuperable como el valor en uso. La medición normalmente se fundamenta en la metodología de descuento de flujos de caja (DFC). Las estimaciones a futuro normalmente requieren que la direc-

### ILUSTRACIÓN 6 :: EJEMPLOS DE INDICIO DE DETERIORO RELACIONADOS CON EL COVID-19

Ejemplo de indicios en el escenario actual	Relacionado con COVID-19
<b>Condiciones macroeconómicas</b> , como el deterioro general de la economía, limitaciones de capital, volatilidad en tasas de cambio, intereses y precios de las materias primas, etc.	Sí
<b>Consideraciones de industria y mercado</b> de actuación de la compañía, como deterioro del entorno y métricas de mercado, turbulencia político-regulatoria, etc. Específico a cada industria/compañía.	Posiblemente
<b>Factores de costes</b> , como fuerza laboral, materias primas y otros factores que afectan al flujo de caja.	Posiblemente
Empeoramiento del <b>desempeño financiero</b> , con menores flujos de caja y beneficios esperados.	Posiblemente
<b>Otros eventos específicos relevantes</b> , como cambios en personas clave en la dirección, reorganizaciones y reestructuraciones, estrategia, quiebras, etc.	Posiblemente
<b>Una caída en el precio de las acciones</b> , haciendo que el importe en libros de los activos netos de la entidad sea mayor que su capitalización bursátil.	Posiblemente

ción de la compañía realice un trabajo importante de soporte de las premisas subyacentes de sus proyecciones (volúmenes, precios, márgenes, etc.). Ante la actual situación de incertidumbre, esta tarea requiere un análisis más detallado.

*Es importante observar que, independientemente de que una entidad realice el test bajo una premisa de valor en uso o de valor razonable menos costes de disposición, la medición no permite un análisis retrospectivo de los hechos y se debe tener en cuenta en los escenarios y estimaciones solamente la información que era conocida o se podía conocer a la fecha de valoración*

Bajo una metodología de DFC, tanto para el valor en uso como para el valor razonable menos costes de disposición, hay dos enfoques posibles para determinar el importe recuperable. El primero, el «enfoque tradicional» y el normalmente utilizado, es utilizar una única estimativa de flujos de caja futuros y una tasa de descuento que incorpore el riesgo de que no se alcancen estos flujos. En el escenario actual, esto significaría ajustar la tasa de descuento de cara a reflejar la incertidumbre existente en este momento. Cuando la tasa de descuento apropiada para los flujos de caja estimados no puede ser inferida a partir de tasas de interés observables para un activo comparable en el mercado, se haría dicho ajuste adicionando un factor de riesgo (*alpha*) a la tasa de descuento, que podría ser visto como subjetivo o más difícil de soportar. Nosotros recomendamos evitar el uso del *alpha* y del enfoque tradicional, especialmente en la situación actual.

La segunda alternativa, el «enfoque de flujo de efectivo esperado», se basa en analizar diferentes escenarios futuros posibles. Este enfoque consiste en considerar distintas posibles expectativas de flujos de caja, asignando

probabilidades a cada uno de los escenarios. En el contexto del COVID-19, esta técnica permite considerar distintos escenarios con respecto a la magnitud y duración de la pandemia y sus impactos en los negocios. En nuestra opinión, esta alternativa es la más recomendable y fundamentada dada la coyuntura actual.

En el Apéndice A, entre los párrafos A4 y A14, la NIC 36 describe estas dos alternativas, y reconoce que la basada en escenarios puede ser una mejor opción bajo determinadas circunstancias. Aunque la asignación de las probabilidades de cada escenario exija más estimaciones que el «enfoque tradicional», «la adecuada aplicación del enfoque tradicional ... requiere la misma estimación y subjetividad sin darse la transparencia de cálculo que tiene el enfoque del flujo de efectivo esperado». Es decir, aunque los dos enfoques estén sometidos a cierto grado de subjetividad, el basado en escenarios es más transparente y posiblemente más soportable.

Es importante observar que, independientemente de que una entidad realice el test bajo una premisa de valor en uso o de valor razonable menos costes de disposición, la medición no permite un análisis retrospectivo de los hechos y se debe tener en cuenta en los escenarios y estimaciones solamente la información que era conocida o se podía conocer a la fecha de valoración. Por lo tanto, no se deben tener en cuenta las circunstancias y hechos entonces no conocidas o que no se podían conocer a fecha de valoración. Al final del primer trimestre de 2020, ejemplos de hechos conocidos o que se podían conocer incluían:

- Bajada significativa de precios en los mercados de acciones;
- Precios de energía, principalmente del petróleo, severamente afectados;
- Ciertas industrias castigadas por las respuestas a la pandemia;



- Muchas empresas afrontando problemas de liquidez, impactando su disponibilidad de caja;
- Incertidumbre y riesgo más altos y, por tanto, tasas de retorno requeridas probablemente más altas;
- Bancos centrales y gobiernos implementando estímulos monetarios y fiscales; y
- Un aumento del potencial de recesión económica.
- El impacto total de las iniciativas monetarias y fiscales de los bancos centrales y gobiernos; y
- La duración, profundidad e impactos de una recesión económica prolongada.

### EL «ENFOQUE DEL FLUJO DE EFECTIVO ESPERADO»

Al realizar un test de deterioro bajo el «enfoque del flujo de efectivo esperado», puede ser útil determinar inicialmente un



Por otro lado, lo que todavía no se conocía a 31 de marzo y que probablemente no será conocido tampoco a 30 de junio incluye, por ejemplo:

- El horizonte sobre la disponibilidad de tratamientos efectivos y/o vacunas para el COVID-19;
  - Cuando se podrá controlar de manera efectiva la difusión del virus;
  - Las perspectivas sobre las restricciones asociadas a viajes y desplazamientos;
  - Cuando y cuánto van a subir o bajar en valor los mercados;
- escenario base pre COVID-19, es decir, sin considerar la volatilidad derivada de la pandemia. El objetivo de esta etapa del análisis es tener una buena indicación de los flujos de efectivo que serían consistentes con las percepciones y expectativas en las condiciones existentes antes de la pandemia. Dicho escenario ayudará a tener una base robusta sobre la cual construir el resto del análisis bajo las condiciones de mercado actuales afectadas por el COVID-19. Es decir, es un escenario de referencia que puede tener poco o ningún peso en el resultado final, siendo su propósito servir como punto de partida para el desarrollo de los escenarios esperados a fecha de valoración.

Al evaluar los posibles escenarios afectados por el COVID-19, la compañía debería estimar los impactos y probabilidades con base en factores tanto macroeconómicos como también específicos al activo sujeto a la valoración como, por ejemplo:

- Demanda, precios y diversificación.
- Diversificación y rupturas en la cadena de suministros, incluyendo un aumento en costes derivados del desplazamiento de las operaciones o la necesidad de reemplazar proveedores.

*El objetivo de esta etapa del análisis es tener una buena indicación de los flujos de efectivo que serían consistentes con las percepciones y expectativas en las condiciones existentes antes de la pandemia. Dicho escenario ayudará a tener una base robusta sobre la cual construir el resto del análisis bajo las condiciones de mercado actuales afectadas por el COVID-19*

- La industria y región de actuación de la compañía, así como la duración esperada de la pandemia.
- Actividad de los competidores.
- Medidas de los gobiernos y bancos centrales.
- Rupturas en la fuerza laboral.
- Empeoramiento de los ratings crediticios y no cumplimiento con *covenants*.
- Estimaciones de los gobiernos y otras autoridades sobre la duración de la crisis.
- Proyecciones de crecimiento del PIB.
- Tasas de interés y fluctuaciones de tipo de cambio.

- Otros impactos.

De acuerdo con Aswath Damodaran en «Probabilistic Approaches: Scenario Analysis, Decision Trees and Simulations», la construcción del análisis con varios escenarios involucra cuatro pasos principales:

- 1º) La primera tarea es determinar con base a qué factores se van a construir los distintos escenarios. Estos factores pueden variar para cada industria y compañía, y normalmente el análisis debería enfocarse en los más críticos para la determinación del valor del activo o unidad generadora de efectivo.
- 2º) El segundo paso es determinar el número de escenarios a considerar. Aunque puede ser más realista tener más escenarios que menos, un número muy alto de escenarios puede generar dificultades a la hora de diferenciar y generar flujos de caja para cada uno de ellos. Por lo tanto, estimar las proyecciones para un número limitado de escenarios puede ser más práctico e igualmente fiable que manejar muchos escenarios (la normativa contable no establece un número mínimo de escenarios). Este número dependerá de cuántos escenarios se puedan estimar de forma razonable y cómo de diferentes sean entre ellos.
- 3º) El tercer paso es estimar los flujos de caja para el activo o UGE en cada escenario, variando los factores seleccionados en la primera etapa de cara a generar un número razonable de escenarios.
- 4º) Por último, se debe asignar las probabilidades a cada escenario desarrollado. Para ciertos escenarios que involucren factores macroeconómicos (PIB, tipos de cambio, tasas de interés, etc.), el soporte para estimar las probabilidades se puede basar en fuentes externas de información dedicadas a este tipo de predicción. Sin embargo, para escenarios que involucren variables más específicas del negocio, el análisis estará más basado en la experien-

cia y conocimiento de la compañía. Con base en las probabilidades, se puede determinar el valor presente esperado del activo o unidad generadora de efectivo.

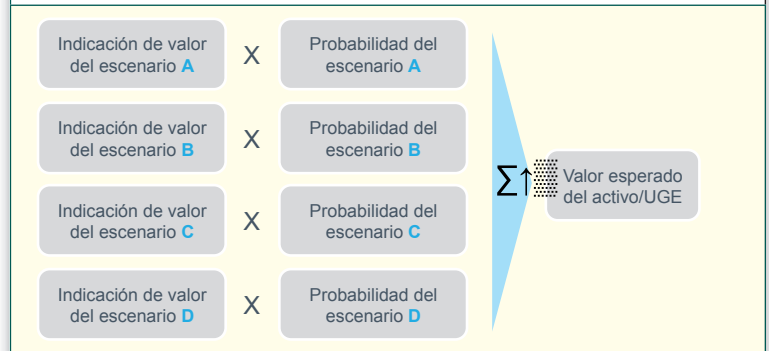
### Ejemplo ilustrativo: valor en uso y enfoque de flujo de efectivo esperado

En este ejemplo, desarrollado única y exclusivamente con fines ilustrativos, considérese que se determinó que existe un indicio de deterioro para una UGE que actúa en una industria afectada por el COVID-19. El valor en libros de la UGE es de 8,500 unidades monetarias (UM) a fecha de valoración.

La compañía realiza el test de deterioro del fondo de comercio asignado a la UGE a través del valor en uso, por estimar que el importe recuperable calculado de esta manera sea superior al del valor razonable menos costes de disposición. Adicionalmente, la compañía utiliza el enfoque de flujo de efectivo esperado. Con base en su experiencia y conocimiento del sector; y en el análisis de fuertes externas respecto a los escenarios para la duración e impacto de la crisis y la recuperación económica, la compañía desarrolla un análisis con tres escenarios y asigna una probabilidad a cada uno de ellos. Estos escenarios se diferencian por las premisas de recuperación de crecimientos en ingresos y márgenes.

Es importante notar que el cálculo del importe recuperable bajo la premisa de valor en uso se debe basar en los presupuestos aprobados y pronósticos más recientes a fecha de valoración, sin considerar el efecto de expansiones, mejoras en el rendimiento de los activos y/o

### ILUSTRACIÓN 7 :: ENFOQUE DEL FLUJO DE EFECTIVO ESPERADO



reestructuraciones, salvo que ya estén comprometidas.

Adicionalmente, la NIC 36 establece que los flujos de caja y la tasa de descuento sean determinados antes de impuestos de cara a la estimación del valor en uso. No obstante, en la práctica se suele usar flujos y tasas después de impuestos, principalmente por el amplio uso del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) a la hora de calcular la tasa de descuento (este modelo normalmente resulta en un coste de los fondos propios después de impuestos). En cualquier caso, descontar flujos después de impuestos con una tasa después de impuestos, salvo que exista alguna particularidad, debería llevar a la misma conclusión que se obtendría si se descontaran flujos antes de impuestos con una tasa antes de impuestos.

Teniendo en cuenta lo anterior y asumiendo una tasa de descuento antes de impuestos de 12%, las proyecciones para los 3 escenarios son presentadas en las ilustraciones 9, 10 y 11. Para fines ilustrativos, los 3 escenarios son proyectados a 5 años, sin embargo puede que sea necesario elaborar flujos de caja más largos

### ILUSTRACIÓN 8 :: ESCENARIOS SELECCIONADOS

	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Recuperación de la economía/industria	Recuperación en V	Recuperación en U	Recuperación en L
Probabilidad	20%	50%	30%
Crecimiento de ingresos	La industria empieza a recuperarse en el año actual y rápidamente vuelve a estar en el nivel equivalente al que se esperaba pre COVID-19.	La recuperación empieza el próximo año pero igualmente se recupera en poco tiempo.	La recuperación es lenta y tarda varios años hasta que el crecimiento vuelva a niveles pre COVID-19
Márgenes	Los márgenes se recuperan en poco tiempo.	Los márgenes vuelven a estar en niveles normalizados al final de pocos años.	Los márgenes tardan unos cuantos años en recuperarse.



debido a la situación actual (la NIC 36 permite que las proyecciones cubran períodos más largos que 5 años siempre y cuando se pueda justificar un plazo mayor).

## ILUSTRACIÓN 9 :: VALOR EN USO PARA EL ESCENARIO I

Escenario I (UM)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Terminal
Ingresos	3.500	3.920	4.155	4.405	4.669	4.762
Crecimiento de ingresos (%)	-6,0%	12,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA	(175)	1.176	1.247	1.321	1.401	1.429
Margen EBITDA (%)	-5,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
(-) Capex (1)	(175)	(196)	(208)	(220)	(233)	(238)
(+) Inversión en Capital Circulante (1)	(12)	(14)	(15)	(15)	(16)	(17)
<b>Flujo de Caja antes de Impuestos (2)</b>	<b>(362)</b>	<b>966</b>	<b>1.024</b>	<b>1.086</b>	<b>1.151</b>	<b>1.174</b>
<b>Valor Terminal (3)</b>						<b>11.739</b>
Periodo de descuento	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,60
<b>Valor presente de los Flujos de Caja</b>	<b>(342)</b>	<b>815</b>	<b>772</b>	<b>730</b>	<b>691</b>	<b>7.049</b>
<b>Valor en Uso (Importe Recuperable)</b>	<b>9.715</b>					

Notas:

- (1) Capex e inversión en capital circulante calculados como un porcentaje sobre ingresos.
- (2) De acuerdo con la NIC 36, los flujos de caja y tasa de descuento deberían ser antes de impuestos.
- (3) Las proyecciones de flujos para períodos más allá de los presupuestos más recientes (i.e. valor terminal) se determinan mediante una tasa de crecimiento conservadora, a no ser que se pueda justificar una tasa de crecimiento más alta.  
El cálculo del VT se determina mediante la siguiente fórmula:  $VT = (FC \text{ del VT}) / (tasa \text{ de descuento} - tasa \text{ de crecimiento a largo plazo})$ .

## ILUSTRACIÓN 10 :: VALOR EN USO PARA EL ESCENARIO 2

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Terminal
Ingresos	3.426	3.768	4.070	4.314	4.573	4.664
Crecimiento de ingresos (%)	-8,0%	10,0%	8,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA	(171)	377	1.221	1.294	1.372	1.399
Margen EBITDA (%)	-5,0%	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
(-) Capex (1)	(171)	(188)	(203)	(216)	(229)	(233)
(+) Inversión en Capital Circulante (1)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(16)
<b>Flujo de Caja antes de Impuestos (2)</b>	<b>(355)</b>	<b>175</b>	<b>1.003</b>	<b>1.063</b>	<b>1.127</b>	<b>1.150</b>
<b>Valor Terminal (3)</b>						<b>11.497</b>
Periodo de descuento	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,60
<b>Valor presente de los Flujos de Caja</b>	<b>(335)</b>	<b>148</b>	<b>756</b>	<b>715</b>	<b>677</b>	<b>6.904</b>
<b>Valor en Uso (Importe Recuperable)</b>	<b>8.864</b>					

Notas:

- (1) Capex e inversión en capital circulante calculados como un porcentaje sobre ingresos.
- (2) De acuerdo con la NIC 36, los flujos de caja y tasa de descuento deberían ser antes de impuestos.
- (3) Las proyecciones de flujos para períodos más allá de los presupuestos más recientes (i.e. valor terminal) se determinan mediante una tasa de crecimiento conservadora, a no ser que se pueda justificar una tasa de crecimiento más alta.  
El cálculo del VT se determina mediante la siguiente fórmula:  $VT = (FC \text{ del VT}) / (tasa \text{ de descuento} - tasa \text{ de crecimiento a largo plazo})$ .

## ILUSTRACIÓN 11 :: VALOR EN USO PARA EL ESCENARIO 3

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Terminal
Ingresos	3.426	3.494	3.634	3.815	4.044	4.125
Crecimiento de ingresos (%)	-8,0%	2,0%	4,0%	5,0%	6,0%	2,0%
EBITDA	(171)	175	727	1.145	1.213	1.238
Margen EBITDA (%)	-5,0%	5,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%
(-) Capex (1)	(171)	(175)	(182)	(191)	(202)	(206)
(+) Inversión en Capital Circulante (1)	(12)	(12)	(13)	(13)	(14)	(14)
<b>Flujo de Caja antes de Impuestos (2)</b>	<b>(355)</b>	<b>(12)</b>	<b>532</b>	<b>941</b>	<b>997</b>	<b>1.017</b>
<b>Valor Terminal (3)</b>						<b>10.169</b>
Periodo de descuento	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,60
<b>Valor presente de los Flujos de Caja</b>	<b>(335)</b>	<b>(10)</b>	<b>401</b>	<b>633</b>	<b>599</b>	<b>6.107</b>
<b>Valor en Uso (Importe Recuperable)</b>	<b>7.393</b>					

Notas:

- (1) Capex e inversión en capital circulante calculados como un porcentaje sobre ingresos.
- (2) De acuerdo con la NIC 36, los flujos de caja y tasa de descuento deberían ser antes de impuestos.
- (3) Las proyecciones de flujos para períodos más allá de los presupuestos más recientes (i.e. valor terminal) se determinan mediante una tasa de crecimiento conservadora, a no ser que se pueda justificar una tasa de crecimiento más alta.  
El cálculo del VT se determina mediante la siguiente fórmula:  $VT = (FC \text{ del VT}) / (tasa \text{ de descuento} - tasa \text{ de crecimiento a largo plazo})$ .

Finalmente, se calcula el valor en uso multiplicando el valor resultante en cada escenario por su respectiva probabilidad y se suman los valores ponderados de cada escenario.

### TASA DE DESCUENTO

Uno de los aspectos más importantes en el DFC es la determinación de una tasa de descuento adecuada que refleje correctamente el riesgo relativo al negocio. Dos componentes fundamentales de la tasa de descuento son la tasa libre de riesgo (normalmente el retorno de un bono soberano de un país con calidad crediticia AAA o similar) y la prima de riesgo de mercado. Si por un lado es cierto que la tasa libre de riesgo puede haber disminuido últimamente y estar alrededor de mínimos históricos (gráfico 4), por otro el riesgo del negocio y el riesgo de mercado seguramente han aumentado en los últimos meses. Dicho lo cual, en el entorno actual la percepción agregada del riesgo ha aumentado y es razonable esperar que de manera general las tasas de descuento que se utilicen en el test de deterioro hayan subido después del COVID-19, y no lo contrario.

### La tasa libre de riesgo

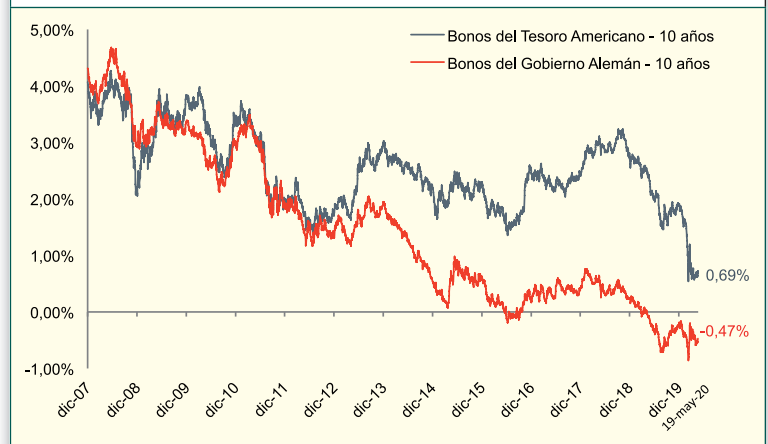
Los bancos centrales han comenzado a aplicar la expansión cuantitativa y otras medidas empleadas durante la crisis financiera de 2008, así como medidas adicionales no utilizadas anteriormente. Dichas medidas sirvieron para calmar temporalmente los mercados hasta cierto punto. Sin embargo, los retornos de los bonos de países considerados libres de riesgo, que ya venían bajando desde la crisis de 2008, han alcanzado mínimos históricos en los últimos meses.

En periodos donde la tasa libre de riesgo parece estar anormalmente baja debido a intervenciones monetarias masivas de los bancos centrales, se debe considerar el uso de una tasa «normalizada» en lugar de tasas *spot*. Por «normalización» entendemos estimar una tasa libre de riesgo que refleje

### ILUSTRACIÓN 12 :: RESULTADO DEL ENFOQUE DE FLUJO DE EFECTIVO ESPERADO

	Valor en Uso (UM)	Probab.	Valor en Uso ajustado por probabilidad (UM)
Escenario 1	9.715	20%	1.943
Escenario 2	8.864	50%	4.432
Escenario 3	7.393	30%	2.218
Valor Esperado de la UGE (UM)			8.593
Valor en Libros (UM)			8.500

### ILUSTRACIÓN 13 :: EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA TASA DE INTERÉS DE ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA HASTA EL 19 DE MAYO DEL 2020



Fuente: BLOOMBERG

un retorno promedio sostenible a largo plazo. Actualmente, las tasas *spot* están distorsionadas por las actuaciones de gobiernos y bancos centrales en los mercados de deuda soberana y/o por la implementación de tasas de interés negativas.

Para normalizar la tasa libre de riesgo, se puede utilizar un promedio histórico de las tasas de los bonos soberanos a largo plazo. Este método asume implícitamente que las tasas deberían tender a revertir a la media. Sin embargo, el problema surge al seleccionar el período de comparación apropiado que pueda ser utilizado como una aproximación razonable para el futuro. Una segunda alternativa es derivar la tasa libre de riesgo en base a dos componentes, la tasa de interés real y la inflación esperadas. Estimaciones para las dos variables pueden ser obtenidas de artículos académicos y/u otras fuentes de información dedicadas a este tipo de estudio.

## ILUSTRACIÓN 14 :: EJEMPLOS DE FACTORES QUE AFECTAN LA PRIMA DE RIESGO DE MERCADO TRAS EL COVID-19

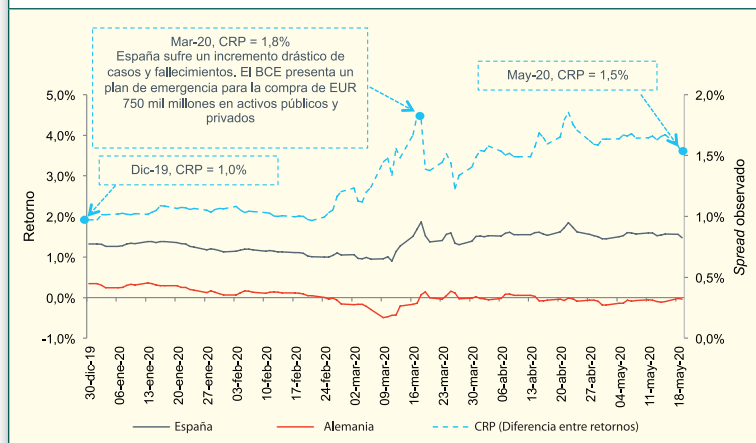
Factor	Variación	Efecto en la prima de riesgo
Mercados bursátiles	↓	↑
Volatilidad implícita de los mercados	↑	↑
Spreads de deuda corporativa	↑	↑
Incertidumbre sobre políticas económicas (Economic Policy Uncertainty Index)	↑	↑
Crecimiento y previsiones para el crecimiento del PIB	↓	↑
Entorno laboral (desempleo)	↓	↑
Confianza / sensibilidad del consumidor	↓	↑
Confianza empresarial	↓	↑
Calificación crediticia soberana	↔	↔
Modelo Default Spread	↑	↑
Modelo implícito de prima de riesgo de mercado de Damodaran	↑	↑

diferenciales de crédito de las empresas se han disparado. En la ilustración 14, mostramos algunos factores que afectan al riesgo de mercado y sus respectivos impactos tras el COVID-19.

### Riesgo país (Country Risk Premium — CRP)

En países con calificación crediticia distinta de AAA, como es el caso de España, un factor adicional importante a considerar es el riesgo país, de cara a reflejar los riesgos específicos del país para donde se hace la valoración. El riesgo país ha aumentado recientemente para numerosos países, principalmente para los que se vieron más afectados por el COVID-19.

## ILUSTRACIÓN 15 :: EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS EN ESPAÑA Y TASAS DE BONOS A LARGO PLAZO EN ESPAÑA Y ALEMANIA DURANTE EL COVID-19



Fuente: Bloomberg y análisis de Duff & Phelps

### LOS PRECIOS DE MERCADO EN EL CONTEXTO ACTUAL

Bajo la NIC 36, cuando el importe en libros de los activos netos está por encima de su capitalización bursátil, puede existir un indicador de deterioro. En el presente contexto, surge la pregunta de si la bajada de las capitalizaciones bursátiles refleja un cambio fundamental en la industria a la que pertenece una compañía y si afecta o no la unidad generadora de caja donde el fondo de comercio reside.

Las reacciones iniciales observadas en el mercado debido al COVID-19 pueden ser reflejo de la consideración desproporcional de escenarios bajistas, en lugar de un análisis más crítico de las expectativas a largo plazo de los impactos de la pandemia en cada empresa. Adicionalmente, la dirección de una compañía podría tener acceso a datos e informaciones no disponibles fuera de la entidad y que, por lo tanto, no están consideradas en el valor de mercado de la acción. Por ejemplo, la compañía puede tener información sobre futuros clientes y productos de los cuales el mercado todavía no está informado. Esta asimetría de información puede generar desvíos entre el valor cotizado de una entidad y el valor derivado

### La prima de riesgo de mercado

La prima de riesgo de mercado es un componente clave dentro del contexto del CAPM, ampliamente utilizado en estimaciones de tasa de descuento, y de otros modelos similares. La estimación de este parámetro debe considerar varios factores y, en la situación actual, no se pueden omitir los cambios drásticos en las condiciones de la economía y mercados financieros ocurridos en los últimos meses. La volatilidad de las acciones ha alcanzado máximos históricos y los

del plan estratégico de la compañía (más en línea con el valor en uso) o de proyecciones financieras desde el punto de vista de un participante de mercado (en línea con el valor razonable menos coste de disposición). En este caso, la asimetría de información sería un componente de soporte para una prima de control implícita.

De esta forma, reconciliar y entender las diferencias entre la capitalización de mercado y el importe recuperable calculado para la suma de las unidades generadoras de efectivo puede ser un ejercicio importante de cara a dar robustez al análisis y justificar el resultado del test de deterioro, principalmente bajo la premisa de valor razonable menos coste de disposición. También bajo la premisa de valor en uso, entender y explicar estas diferencias puede ser una herramienta útil. Este análisis no es obligatorio bajo IFRS, pero se viene aplicando ampliamente en la práctica como una verificación de la razonabilidad del análisis y como soporte de las conclusiones de la valoración.

### CONSIDERACIONES SOBRE EL ENFOQUE DE MERCADO

La valoración por el enfoque de mercado (e.g. múltiplos), es más relevante bajo una premisa de valor razonable, ya que valor en uso es en esencia un enfoque de DFC. Sin embargo, también cuando el importe recuperable es calculado bajo una premisa de valor en uso, el enfoque de mercado puede ser útil como un contraste de cara a ampliar la perspectiva del análisis.







Debido a la alta volatilidad de los mercados en los últimos meses, la situación actual demanda ciertos cuidados en la aplicación del enfoque de mercado en la valoración de activos. Puede ser más adecuado priorizar múltiplos proyectados a futuro en lugar de los históricos. Los múltiplos actuales y parámetros financieros reales (por ejemplo, ingresos o EBITDA de los últimos doce meses) pueden no ser representativos del desempeño real y/o proyectado para una compañía.

Por lo tanto, los múltiplos calculados deben considerar de forma apropiada los movimientos recientes en los precios de acciones hasta la fecha de valoración, sensibilidades y promedios de precios, donde aplicable. Es importante notar que la crisis actual no afecta solamente a las acciones de una compañía, sino que también se han observado movimientos bruscos en el mercado de deuda corporativa. Al realizar el enfoque de mercado, se deberían considerar sensibilidades (por ejemplo, un rango de valor de deuda entre el valor en libros y su valor de mercado, precios actuales de acciones y promedios históricos, etc.) de cara a desarrollar un análisis suficientemente robusto.

*Reconciliar y entender las diferencias entre la capitalización de mercado y el importe recuperable calculado para la suma de las unidades generadoras de efectivo puede ser un ejercicio importante de cara a dar robustez al análisis y justificar el resultado del test de deterioro, principalmente bajo la premisa de valor razonable menos coste de disposición*

### CONCLUSIÓN

Los indicios de deterioro estarán presentes para muchas empresas que, posiblemente, tendrán que realizar un test de deterioro adicional al test anual que se hace para el fondo de comercio y activos intangibles de vida indefinida. Dada la naturaleza sin precedentes de la situación actual, soportar las premisas y estimaciones adoptadas será clave para la obtención de un análisis robusto. ●

SÓLO EN www.revista- contable.es	Acceda a:			
	<table border="1"> <tr> <td></td> <td>Referencias</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Bibliografía</td> </tr> </table>		Referencias	
	Referencias			
	Bibliografía			

