

## IV ENCUENTRO NACIONAL DE PROFESORES DE **CONTADURÍA PÚBLICA**

### **VALOR RAZONABLE DE INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO QUE NO COTIZAN EN BOLSA EN EL MERCADO COLOMBIANO**

*Por: Martha Liliana Arias Bello<sup>1</sup>*

#### **Resumen**

Uno de los mayores retos que impone la aplicación de las NIIF son las mediciones de valor razonable, de aquellas partidas que no tienen precios cotizados en el mercado. En Colombia, para la medición de instrumentos de patrimonio que no cotizan en bolsa, existen disposiciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, que si bien hacen parte de los requerimientos de reporte al supervisor, en el contexto de las NIIF no serían procedentes. Así las cosas, el objetivo de la ponencia se orienta a reflexionar sobre las metodologías de valoración de esta clase de instrumentos y la necesidad de armonizar los requerimientos de valoración del órgano de control y supervisor con los requerimientos de las NIIF, de suerte que las entidades puedan optimizar el uso de la información financiera bajo nuevo marco de regulación contable.

**Palabras claves.** Valor razonable, Títulos Participativos, Medición, NIIF.

#### **Introducción**

La aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera impone mediciones a valor razonable, atendiendo algunas premisas claves desde una perspectiva de mercado. Estas mediciones deben ser clasificadas conforme a los datos de entrada en que se empleen en las mediciones: Nivel 1: precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para instrumentos idénticos. Nivel 2: Esta categoría incluye los instrumentos valuados utilizando, precios cotizados en

---

<sup>1</sup> \* Contadora Pública de la Universidad Javeriana. Profesor de planta del Departamento de Ciencias Contables de la Universidad Javeriana, coordinadora de la unidad de Finanzas.

mercados activos para instrumentos similares, precios cotizados para instrumentos idénticos o similares en mercados que no son activos u otras técnicas de valuación donde los datos de entradas significativos son directamente o indirectamente observables en un mercado. Nivel 3: Esta categoría contempla todos los instrumentos en los que las técnicas de valuación incluyen datos de entradas no observables y son relevantes en la valuación del instrumento.

En Colombia, para la medición de esta clase de instrumentos financieros, existen disposiciones por parte de la Superintendencia Financiera en el Capítulo I de la Circular Básica Contable, en la que se establece que en este caso, las entidades deberán utilizar el valor que determine el proveedor de precios designado oficialmente para esta labor. En el caso que el proveedor de información no cuente con una metodología de valoración para estos instrumentos, se deberá afectar el valor por el porcentaje de participación que corresponda al inversionista sobre las variaciones subsecuentes del patrimonio.

Estas son directrices del supervisor y órgano de control de las entidades del sector financiero, que si bien hacen parte de los requerimientos de reporte de las entidades, en el contexto de las Normas Internacionales de Información Financiera orientada a informar al mercado, no serían procedentes en el contexto de la NIIF 13.

Si bien, lo que se pretende es evitar distorsiones en la medición de los activos, mediante un agente de valoración, la ausencia de este no puede ser condición para dejar de cumplir con las condiciones del valor razonable y reemplazarlo por variaciones patrimoniales.

Así las cosas, el presente documento tiene como propósito contrastar las condiciones establecidas por las NIIF y las definidas en las normas locales en la medición de instrumentos de patrimonio que no cotizan en la bolsa, proponiendo alternativas que acerquen a las empresas a las mediciones de valor razonable de los instrumentos en la preparación financiera y a los supervisores en su rol de supervisión y control.

## **1. Requerimientos de medición de instrumentos de patrimonio que no cotizan en bolsa en la regulación actual colombiana**

El Decreto 2649 de 1993 establece en el Capítulo III en las Normas Básicas en el artículo 10 sobre Valuación o medición que:

*“...Tanto los recursos como los hechos económicos que los afecten deben ser apropiadamente cuantificados en términos de la unidad de medida.*

*Con sujeción a las normas técnicas, son criterios de medición aceptados el valor histórico, el valor actual, el valor de realización y el valor presente.*

*Valor o costo histórico es el que representa el importe original consumido u obtenido en efectivo, o en su equivalente, en el momento de realización de un hecho económico. Con arreglo a lo previsto en este decreto, dicho importe debe ser reexpresado para reconocer el efecto ocasionado por las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda.*

*Valor actual o de reposición es el que representa el importe en efectivo, o en su equivalente, que se consumiría para reponer un activo o se requeriría para liquidar una obligación, en el momento actual.*

*Va de realización o de mercado es el que representa el importe en efectivo, o en su equivalente, en que se espera sea convertido un activo o liquidado un pasivo, en el curso normal de los negocios. Se entiende por valor neto de realización el que resulta de deducir del valor de mercado los gastos directamente imputables a la conversión del activo o a la liquidación del pasivo, tales como comisiones, impuestos, transporte y empaque.*

*Valor presente o descontado es el que representa el importe actual de las entradas o salidas netas en efectivo, o en su equivalente, que generaría un activo o un pasivo, una vez hecho el descuento de su valor futuro a la tasa pactada o, a falta de esta, a la tasa efectiva promedio de captación de los bancos y corporaciones financieras para la expedición de certificados de depósito a término con un plazo de 90 días (DTF), la cual es certificada periódicamente por el Banco de la República...”*

En el caso particular de las inversiones, en el Capítulo II sobre Normas Técnicas específicas en la Sección I en el artículo 61 se establece:

*“(...) Las inversiones están representadas en títulos valores y demás documentos a cargo de otros entes económicos, conservados con el fin de obtener rentas fijas o variables, de controlar otros entes o de asegurar el mantenimiento de relaciones con estos.*

*Cuando representan activos de fácil enajenación, respecto de los cuales se tiene el propósito de convertirlos en efectivo antes de un año, se denominan inversiones temporales. Las que no cumplen con estas condiciones se denominan inversiones permanentes.*

*El valor histórico de las inversiones, el cual incluye los costos ocasionados por su adquisición tales como comisiones, honorarios e impuestos, una vez reexpresado como consecuencia de la inflación cuando sea el caso, debe ser ajustado al final del período al valor de realización, mediante provisiones o valorizaciones.*

*Para este propósito se entiende por valor de realización de las inversiones de renta variable, el promedio de cotización representativa en las bolsas de valores en el último mes y, a falta de este, su valor intrínseco.*

*No obstante, las inversiones en subordinadas, respecto de las cuales el ente económico tenga el poder de disponer que en el período siguiente le*

*transfieran sus utilidades o excedentes, deben contabilizarse bajo el método de participación, excepto cuando se adquieran y mantengan exclusivamente con la intención de enajenarlas en un futuro inmediato, en cuyo caso deben contabilizarse bajo el método de costo.*

*Teniendo en cuenta la naturaleza de la partida y la actividad del ente económico, normas especiales pueden autorizar o exigir que estos activos se reconozcan o valúen a su valor presente. (...)*

De esta forma, las entidades que han aplicado el Decreto 2649/93 miden los instrumentos de patrimonio que pertenecen a inversiones temporales, por el valor de realización, el promedio de cotización en bolsa y en su ausencia por el valor intrínseco. Por tanto, el valor intrínseco es el criterio de medición de las acciones que no cotizan en bolsa, siendo este un criterio que dista significativamente de lo establecido en las mediciones de valor razonable tanto en las NIIF completas como en las NIIF para PYMES.

Por otro lado, las entidades que siguen la reglamentación de la Superintendencia Financiera de Colombia, aplican lo establecido en la Circula Básica Contable 100 de 1995, específicamente el capítulo I – Evaluación de inversiones, el cual establece en el numeral 6.2.4 sobre Valores participativos no inscritos en bolsas de valores lo siguiente:

*“(...) Estas inversiones se deben valorar por el siguiente procedimiento:*

*Por el precio que determine el proveedor de precios para valoración designado como oficial para el segmento correspondiente, utilizando la siguiente fórmula:*

$$VM = Q * P$$

*Donde:*

*VM: Valor de mercado.*

Q: *Cantidad de valores participativos.*

P: *Precio determinado por el proveedor de precios de valoración.*

*Cuando el proveedor de precios designado como oficial para el segmento correspondiente no cuente con una metodología de valoración para estas inversiones, las entidades deberán aumentar o disminuir el costo de adquisición en el porcentaje de participación que corresponda al inversionista sobre las variaciones subsecuentes del patrimonio del respectivo emisor.*

*Para el efecto, la variación en el patrimonio del emisor se calculará con base en los estados financieros certificados, con corte a 30 de junio y a 31 de diciembre de cada año. Sin embargo, cuando se conozcan estados financieros certificados más recientes, los mismos se deberán utilizar para establecer la variación en mención. Las entidades tendrán un plazo máximo de tres (3) meses, posteriores al corte de estados financieros, para realizar la debida actualización. (...)"*

Por lo anterior, la primera instancia de valoración establecida por la Circular Básica Contable 100, es expedida por un proveedor de precios, no obstante, al igual que lo establecido por el Decreto 2649/93 se acude a las variaciones patrimoniales cuando no se cuente con metodologías de valoración distintas.

A partir del Decreto 2267 de 2014, en el que se realizan las excepciones a las entidades supervisadas por la Superintendencia Financiera de aplicar la NIIF 9 para la clasificación y valoración de inversiones, esta entidad emite instrucciones en relación con la clasificación, valoración y contabilización de inversiones, modificando el Capítulo I - Clasificación, valoración y contabilización de inversiones para estados financieros individuales o separado. Al comparar los criterios de medición para los instrumentos de patrimonio con las consideraciones anteriores del Capítulo I, se evidencia que se mantienen los criterios de medición, es decir proveedor de precios o variaciones patrimoniales. Ahora bien, estas condiciones únicamente aplican para las entidades bajo la

supervisión de la SFC, para el resto de las entidades en Colombia se seguirán los lineamientos de medición de las NIIF.

Los proveedores de precios para el sector financiero en Colombia, se reglamentan a través del Decreto 2925 de 2013, en el cual se establece que con la finalidad de continuar incrementando la transparencia en la valoración de los activos negociados en el sistema financiero colombiano, se hace necesario garantizar que los mecanismos de selección del proveedor de precios para valoración oficial funcione en forma adecuada.

Así las cosas, la aplicación del Decreto 2925/13 implica para las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia contratar a un proveedor de precios para valoración oficial teniendo en cuenta unas condiciones de periodicidad mínima de contratación de estas entidades. Ahora bien, los proveedores de precios están sometidos de igual forma a la vigilancia y supervisión de la SFC conforme a lo establecido en el Decreto 2555 de 2010, en lo relativo a la Parte 2 sobre entidades sujetas inspección y vigilancia y sujetas a control, particularmente en el Libro 16 sobre normas aplicables a los proveedores de precios para valoración.

En el Libro 16 se establece entre otras cosas, que la valoración de las inversiones en valores de deuda, valores participativos, bienes y productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities, inversiones en bienes inmuebles, inversiones en valores, títulos valores y demás derechos de contenido económico, así como de los instrumentos financieros derivados y los productos estructurados, tiene como objetivo fundamental el cálculo, registro contable y revelación al mercado del precio justo de intercambio de dichas inversiones.

Con relación a la expedición de las metodologías de valoración, en ese mismo libro se establece que la Superintendencia Financiera de Colombia determinará los eventos y condiciones mínimas para la valoración de las inversiones por parte de las entidades sometidas a su inspección y vigilancia. Igualmente, le

corresponderá determinar los objetivos y criterios básicos que deben tener las metodologías de valoración de inversiones generadas por los Proveedores de Precios para Valoración.

Adicionalmente, establece que las metodologías serán elaboradas y publicadas por los Proveedores de Precios para Valoración. No obstante, estas metodologías podrán ser objetadas en cualquier momento por la Superintendencia Financiera de Colombia. Así mismo se establece que la Superintendencia Financiera de Colombia podrá ordenar la aplicación de una metodología de valoración especial. De esta forma la Superintendencia Financiera de Colombia definirá las condiciones generales de valoración, y el proveedor de precios elaborará las metodologías conforme a la naturaleza de las inversiones.

## **2. Requerimientos de medición de instrumentos de patrimonio que no cotizan en bolsa bajo el contexto de las NIIF**

Los instrumentos de patrimonio de acuerdo al anexo del Decreto 2784 de 2012, en el cual se incorporan las Normas Internacionales de Información Financiera pueden ser tratados desde la perspectiva de los instrumentos financieros, inversiones en controladas, inversiones en asociadas y negocios conjuntos.

Estos instrumentos se tratarán como instrumentos financieros cuando hagan parte de las inversiones originadas en la administración de los recursos financieros de la entidad, para este caso se dará aplicación de la NIIF 9 fase I, la cual establece que conforme al modelo de negocio de las entidades en la administración de los recursos financieros y a los flujos contractuales, por lo que los instrumentos de patrimonio se clasificarán y medirán a valor razonable con efectos en el resultado.

Ahora bien, en el caso de que estos instrumentos sin cumplir con las condiciones de control, influencia significativa y control conjunto, y la entidad no espera



negociarlos, se mantendrán de igual forma a valor razonable pero las variaciones podrán afectar el resultado o el otro resultado integral, política contable que deberá elegir la entidad la cual será irrevocable.

Analizando la versión definitiva de la NIIF 9 emitida el pasado mes de julio para el caso de los instrumentos de patrimonio, la medición se mantiene en el valor razonable. De igual forma cuando se revisa lo establecido para las PYMES en el modelo de NIIF se evidencia en la sección 11 que estos instrumentos se miden a valor razonable con efectos en los resultados, a menos que no pueda establecerse de manera fiable esta base de medición, caso en el cual se mantendrá al costo.

En consecuencia, para la medición a valor razonable de los instrumentos de patrimonio bajo NIIF completas implica dar cumplimiento de lo establecido en la NIIF 13. Este estándar establece las premisas y condiciones de medición a valor razonable desde una perspectiva de mercado y no desde la perspectiva de la entidad.

Así las cosas, conforme a la NIIF 13 la entidad en el momento de estimar el valor razonable de un activo o un pasivo deberá tener en cuenta las características que influyen en las decisiones de los participantes del mercado. Ahora bien, las mediciones de valor razonable pueden estimarse individualmente para cada activo o pasivo, o de manera conjunta con otros activos, como es el caso de las unidades generadoras de efectivo.

La medición del valor razonable supone que la transacción para vender el activo o transferir el pasivo se lleva a cabo ya sea en el mercado principal del activo o del pasivo, o en ausencia de éste, en el mercado más favorable, al que la entidad tenga acceso. Se entiende como el mercado principal aquel con el mayor volumen y nivel de actividad en el que la entidad normalmente participa en una transacción para vender el activo o transferir el pasivo. Por su parte el mercado más favorable corresponde aquel en el que se maximiza el valor que se recibiría por vender el

activo o minimiza el importe que se pagaría por transferir el pasivo, después de tener en cuenta los costos de transporte.

Al existir un mercado principal para el activo o el pasivo, la medición del valor razonable corresponderá al precio de ese mercado, bien sea porque es directamente observable o porque puede estimarse utilizando una técnica de valoración, utilizando los supuestos que los participantes de mercado utilizarían para fijar el precio del activo o del pasivo, suponiendo que los participantes de mercado actúan en su mejor interés económico. En todo caso el valor razonable debe corresponder al precio de salida con independencia de que el precio sea directamente observable o estimado utilizando otra técnica de valoración, desde el enfoque de las condiciones futuras que se esperan del activo o del pasivo en la fecha de medición.

Tratándose de activos no financieros, la medición a valor razonable tendrá en cuenta la capacidad del participante de mercado para generar beneficios económicos, mediante la utilización del activo en su máximo y mejor uso o mediante la venta de éste a otro participante de mercado que utilizaría el activo en su máximo y mejor uso.

En todo caso, el mayor y mejor uso se determina desde la perspectiva de los participantes de mercado, aun cuando la entidad pretenda dar un uso distinto al activo, a menos que el mercado u otros factores indiquen que ese uso diferente que da la entidad maximiza el valor de dicho activo.

En el reconocimiento inicial de los activos o pasivos que deben ser reconocidos por el valor razonable se medirán por el precio de salida, es decir el precio que sería recibido por vender el activo o pagado por transferir el pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición. Esta medición puede ser distinta al precio de transacción, es decir al precio de entrada, correspondiente al valor pagado por adquirir el activo, o recibido por

asumir el pasivo. Por lo tanto, si el precio de transacción difiere del valor razonable, la entidad reconocerá la diferencia como una ganancia o una pérdida en el resultado del período a menos que la norma técnica correspondiente al activo o al pasivo establezca otro tratamiento contable.

Los costos de transacción serán tratados contablemente de acuerdo a los criterios establecidos en las normas técnicas y procedimientos a que haya lugar, toda vez que estos costos no son una característica del activo o del pasivo y por tanto no ajustan el valor razonable. Tratándose de los costos de transporte, si la ubicación es una característica del activo, el valor razonable se ajustará con estos costos, dado que son requeridos para acceder al principal o del más favorable mercado.

Ahora bien, para efectos de estimar de manera fiable el valor razonable cuando no existan mercados activos que proporcionen dicha medida, la entidad utilizará técnicas de valoración apropiadas a las circunstancias del activo o del pasivo, a partir de los datos disponibles, dando prioridad al uso de variables relevantes observables directamente en el mercado y como última opción el uso de variables no observables, así mismo elegirá variables que sean coherentes con las características del activo o pasivo, que los participantes de mercado tendrían en cuenta en una transacción para el activo o pasivo

El objetivo de utilizar una técnica de valoración debe ser la de estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada de venta del activo o de transferencia del pasivo entre participantes de mercado en la fecha de la medición, en las condiciones presentes. Para ello existen tres técnicas de valoración ampliamente utilizadas correspondientes al enfoque del mercado, el enfoque del costo y el enfoque del ingreso. La entidad utilizará las técnicas de valoración coherentes con uno o más de esos enfoques para medir el valor razonable.

El enfoque de mercado utiliza los precios y otra información relevante generada por transacciones de mercado que involucran activos, pasivos o un grupo de

activos y pasivos idénticos o similares. El enfoque del costo refleja el importe que se requeriría en el momento presente para sustituir la capacidad de servicio de un activo, a lo que se denomina costo de reposición corriente. Desde la perspectiva de un vendedor participante de mercado, el precio que recibiría por el activo se basa en el costo para un comprador participante de mercado que adquiera o construya un activo sustituto de utilidad comparable, ajustado por la obsolescencia. El enfoque del ingreso convierte importes futuros en un importe presente único. Cuando se utiliza el enfoque del ingreso, la medición del valor razonable refleja las expectativas del mercado presentes sobre esos importes futuros.

Para incrementar la coherencia y comparabilidad de las mediciones del valor razonable e información a revelar se establece una jerarquía del valor razonable que clasifica en tres niveles esta estimación, dando prioridad a los precios cotizados en un mercado activo, precios para activos y pasivos similares, y menor prioridad a precios estimados con datos no observables. Por tanto, esta jerarquía del valor razonable prioriza los datos de entrada en las técnicas de valoración y no las técnicas de valoración utilizadas para estimar el valor razonable.

El nivel 1 de valor razonable son precios cotizados, sin ajustar, en mercados activos para activos o pasivos idénticos a los que la entidad puede acceder en la fecha de la medición. Un precio cotizado en un mercado activo proporciona la evidencia más fiable del valor razonable y se utilizará sin ajuste para medir el valor razonable siempre que estén disponibles. El énfasis dentro del Nivel 1 es la determinación de los siguientes elementos: el mercado principal para el activo o pasivo o, en ausencia de un mercado principal, el mercado más favorable para el activo o el pasivo; y si la entidad puede realizar una transacción para el activo o pasivo al precio de ese mercado en la fecha de la medición.

El nivel 2 de la estimación de valor razonable es distinto de los precios cotizados incluidos en el nivel 1 que son datos observables para los activos o pasivos para activos idénticos, en este caso, se emplean datos observables del mercado para activos o pasivos similares en mercados activos.

El nivel 3, son estimaciones que incorporan datos no observables para el activo o pasivo, éstas variables no observables se utilizarán para medir el valor razonable en la medida en que esas variables observables relevantes no estén disponibles, teniendo en cuenta, de ese modo, situaciones en las que existe poca actividad de mercado para el activo o pasivo en la fecha de la medición. Sin embargo, el objetivo de la medición del valor razonable es el mismo, es decir un precio de salida en la fecha de la medición desde la perspectiva de un participante de mercado que mantiene el activo o debe el pasivo. Por ello, las variables no observables reflejarán los supuestos que los participantes de mercado utilizarían al fijar el precio del activo o pasivo, incluyendo supuestos sobre el riesgo.

Así las cosas, la entidad para efectos de establecer las mediciones de valor razonable, deberá establecer políticas de valoración de sus inversiones que le permitan priorizar los datos observables del mercado de datos no observables, así mismo, disponer de la información requerida para efectos de revelación, en especial cuando corresponda a estimaciones del valor razonable del nivel 3.

### **3. Alternativas financieras para la medición de los instrumentos de patrimonio que no cotizan en bolsa**

Los instrumentos de patrimonio pueden ser valorados a partir de diferentes métodos de valoración. Existen varios enfoques de valoración orientados por ejemplo desde una perspectiva contable, de mercado, de flujos de caja, entre otros. Los métodos de valoración pueden agruparse en seis categorías:

<b>PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN</b>					
<b>BALANCE</b>	<b>CUENTAS DE RESULTADOS</b>	<b>MIXTOS (GOODWILL)</b>	<b>DESCUENTO DE FLUJOS</b>	<b>CREACIÓN DE VALOR</b>	<b>OPCIONES</b>
Valor Contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y Sholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos contables	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opciones de invertir
Valor de liquidación	Ventas EBITDA	Renta abreviada	Dividendos	Cash value added	Ampliar proyectos
Valor sustancial	Otros múltiplo	Otros	Capital cash flow APV	CFROI	Aplazar la inversión  Usos alternativos

*Fuente: Pablo Fernández, Métodos de valoración (2008)*

Si bien este documento no pretende exponer todos los métodos de valoración de empresas, a continuación se ilustra de manera general algunos métodos, realizando un análisis de su aplicabilidad y cuales podrían incorporarse dentro de las posibilidades de valoración en la regulación de medición contable, como

metodologías directamente aplicadas por las empresas y no necesariamente por el proveedor de precios, en el escenario de las entidades supervisadas por la SFC; de igual forma metodologías aplicables para las empresas que siguen los lineamientos de medición para estos instrumentos de las NIIF, como es el caso del sector real.

### **3.1. *Métodos de valoración contables con base en el balance***

Una forma de valoración común es el valor contable o valor en libros, el cual corresponde al valor neto de una empresa tal como se refleja en el balance (BODIE, KANE, & MARCUS, 2004).

El valor es el resultado de aplicar un grupo de normas contables arbitrarias para dividir el costo de adquisición de los activos entre un número específico de años (BODIE, KANE, & MARCUS, 2004).

Según Pablo Fernández, los métodos basados en el balance o valor patrimonial, determinan el valor de la empresa o de sus acciones a través del valor de su patrimonio, siendo esta un método tradicional, que proporciona una medición estática que, por tanto, no tienen en cuenta la posible evolución futura de los negocios, el valor temporal del dinero ni otros factores que también afectan como por ejemplo el sector, recursos humanos, contratos, etc., aspectos que no se ven reflejados contablemente (FERNANDEZ, 2008). Por su parte el valor contable ajustado corresponde al valor del patrimonio ajustado por efectos de medición de activos y pasivos a precios de mercado.

Actualmente con la implementación de las NIIF las empresas pueden optar por aplicar como políticas contables la medición de valor razonable u otras bases de medición similares, para sus activos y pasivos, lo cual puede conllevar a que las entidades una vez apliquen este marco de regulación contable el valor patrimonial se ajuste con efectos de mercado en comparación con el valor patrimonial bajo un

enfoque de costo histórico. No obstante, la aplicación de estas mediciones en las NIIF en algunos casos es exigida y en otros es permitida, por tanto el valor contable ajustado dependerá de las políticas optadas, si se quiere tomar el valor patrimonial bajo NIIF como valor contable ajustado. En todo caso, aunque se apliquen mediciones de mercado para los activos y pasivos de las empresas, el valor patrimonial no refleja las sinergias del conjunto de activos en la generación de beneficios futuros, pues los valores de mercado están dados por activo o pasivo individual y no como una unidad.

### **3.2. Métodos de valoración contables con base en el resultado**

Los métodos de valoración establecidos a partir del resultado pretenden determinar el valor a través de la magnitud de los beneficios, ventas, u otro indicador. Dentro de estas metodologías se utiliza por ejemplo el valor de los beneficios (Price Earning Ratio – PER) y el valor de los dividendos. Conforme a Pablo Fernández, a través del PER, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio actual anual de la entidad por el coeficiente PER. Este coeficiente indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa (FERNANDEZ, 2008).

Para hacer uso de este múltiplo se requiere del análisis del mercado accionario, el beneficio promedio del comportamiento de las acciones, es decir se requiere de información externa la cual podría ser suministrada, por ejemplo por el proveedor de precios o la misma SFC; ahora bien, existe una limitante respecto de la profundidad del mercado accionario colombiano en cada uno de los sectores.

Con relación al valor de los dividendos, el valor de la acción es el valor actual de los dividendos esperados. La estimación de los dividendos, particularmente en un futuro distante, es difícil. Una aproximación común es suponer que en el largo plazo los dividendos crecerán a una tasa constante, no obstante el crecimiento de los dividendos depende de las condiciones de cada empresa, por ejemplo



empresas jóvenes exitosas tienen utilidades iniciales con tasas de crecimiento muy elevadas, pero no pagan dividendos, conforme maduran el crecimiento de los dividendos presentan tasas de crecimiento menos elevadas pero más constantes, y se hace más común pago de dividendos (BERK & DEMARZO, 2008).

Para efectos del cálculo de la tasa de descuento una forma de medición del rendimiento esperado de los accionistas, es el uso del modelo de valuación de activos financieros o CAPM (Capital Asset Pricing Model), este modelo se construye bajo la creencia de que la prima de rentabilidad apropiada de un activo estará determinada por su contribución al riesgo de la cartera general de los inversionistas. El riesgo no sistemático puede reducirse a un nivel bajo arbitrario a través de la diversificación, por tanto los inversores no requieren una prima de compensación para mantener un riesgo no sistemático, por tanto necesitan ser compensados sólo para mantener un riesgo no sistemático, el cual no puede ser diversificado (BODIE, KANE, & MARCUS, 2004). Por tanto, la tasa de rentabilidad de todos los activos supera la tasa sin riesgo por una prima de rentabilidad igual a la medición del riesgo sistemático de los activos (su beta) por la prima de rentabilidad de la cartera de mercado de referencia.

El uso de este enfoque de valoración, podría ser utilizado tanto por el proveedor de precio como por la entidad misma. El proveedor de precio en la medida que tenga acceso a la información necesaria del negocio para realizar la proyección de dividendos, y por su parte la empresa, si bien cuenta con la información requerida, en la medida que tenga acceso a la información para el cálculo del CAPM, de acuerdo a las condiciones del mercado accionario colombiano. En este caso, el proveedor de precio podría convertirse en un proveedor de información objetiva respecto del análisis del mercado colombiano, de suerte que sirva de fuente para la valoración de las acciones por parte de las empresas.

Ahora bien, una condición para el uso de esta metodología sería establecer parámetros de crecimiento desde un escenario conservador, es decir empleando

análisis de tendencia de pago de dividendos durante una ventana de tiempo específica y permitiendo una proyección de dividendos de igual forma durante un tiempo establecido conforme al análisis de tendencia, manteniendo a partir de allí una tasa de crecimiento constante, por ejemplo la proyección del IPC emitida por el DANE, a perpetuidad. Seguramente esta posibilidad de valoración será mucho más razonable que mantener las mediciones de estas inversiones conforme a variaciones patrimoniales.

### **3.3. *Métodos basados en el descuento de flujos de fondos***

Estos métodos establecen el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de caja que se generarán a futuros, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según cada tipo de riesgo de los flujos.

Para la valoración, existen diferentes tipos de flujos de caja, para el caso particular de la valoración de las participaciones de las empresas en acciones que no cotizan en bolsa, la valoración a partir de esta metodología se enfoca en el flujo de caja para los accionistas. Estos flujos se calculan restando al flujo de caja libre los pagos de principal e intereses, después de impuestos, de la deuda. Es decir es el flujo de caja que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda.

La valoración por este método implica tener información suficiente y detallada de las condiciones financieras internas del negocio, situación que no es tan práctica para los proveedores de precios y si para las empresas, no obstante, se requiere de una serie de proyecciones, por ejemplo de ingresos, costos, gastos, crecimiento, impuestos, variables económicas, que sin duda tendrán criterios subjetivos naturales a la valoración, los cuales serán inevitables sea quien sea el que practique la valoración, el proveedor de precios o la empresa directamente. El

proveedor de precios también puede llegar a tener sesgos en las valoraciones al igual que las mismas empresas.

Una forma de minimizar el efecto subjetivo de estas valoraciones, que conlleven a sobre estimaciones de las acciones, sería establecer criterios de valoración bajo esta metodología desde un enfoque conservador, por ejemplo estableciendo línea de tiempo, análisis de tendencias, proyección de crecimiento. Sin duda, una medición de flujos de caja conservadora acercará el valor de la acción al mercado que las mediciones a partir de variaciones patrimoniales.

#### **4. Conclusiones**

La medición contable bajo el enfoque de las Normas Internacionales de Información Financiera requiere en muchos casos de mediciones de valor razonable, es decir mediciones desde una perspectiva de mercado, en vez de una medición con base en valores históricos. Este escenario impone a las entidades, hacer uso de herramientas financieras, específicamente cuando no se cuenta con mercados activos para el elemento objeto de medición, y en consecuencia no se cuenta con un precio de mercado.

Las condiciones actuales de la regulación contable en Colombia, a partir de lo establecido en los anexos del Decreto 2784 de 2012 para las empresas del grupo 1 y del anexo del Decreto 3022 de 2013 para el grupo 2, y sus Decretos reglamentarios, imponen de igual forma a las entidades estimaciones del valor razonable de elementos que no cuentan con un precio de mercado observable para activos idénticos, como es el caso de las mediciones del valor razonable de los instrumentos de patrimonio de entidades que no cotizan en bolsa, y sobre las cuales la entidad no tiene control, ni influencia significativa, ni control conjunto.

Sobre este caso particular, las entidades supervisadas por la Superintendencia Financiera si bien son exceptuadas de la aplicación de la NIIF 9 a través del Decreto 2267 de 2014, en lo relacionado con la clasificación y valoración de

inversiones, las directrices de esta entidad de igual forma se orientan a un enfoque de mercado a través de lo que ellos denominan precio justo de intercambio. Sin embargo, para el sector financiero lo que se pretende es centralizar esta labor de medición contable a través de un proveedor de precio, agente que suministrará esta información y es el único facultado para esto, no obstante, si no es posible realizar dicha estimación, la SFC establece como alternativa una medición a partir de las variaciones patrimoniales de la entidad sobre la cual se tiene participación. En contraste, paradójicamente el resto de sectores de la economía colombiana si deberán realizar las estimaciones de valor razonable conforme a lo establecido por el marco de regulación que les aplique, NIIF completas o NIIF Pymes.

En la teoría financiera la valoración de los instrumentos de patrimonios o instrumentos de renta variable, se han desarrollado varias metodologías conducentes a la valoración de los negocios y en consecuencia de sus acciones. Existen diferentes enfoques de valoración, por ejemplo desde una perspectiva contable, de mercado, de flujos de caja, entre otros, sin embargo, cada método de valoración tiene ventajas y desventajas para su aplicación.

La aplicación de mediciones a partir del balance, bien sea valor contable o valor contable ajustado, no refleja las sinergias del conjunto de activos en la generación de beneficios futuros, pues los valores históricos (valor contable) o de mercado (valor contable ajustado) están dados por activo o pasivo individual y no como una unidad.

En el caso de los métodos basados en el resultado, a través de múltiplos se requiere del análisis del mercado accionario, por ejemplo se requiere el beneficio promedio del comportamiento de las acciones, es decir es necesaria información externa, la cual podría ser suministrada, por ejemplo por el proveedor de precios o la misma SFC; sin embargo, existe una limitante respecto de la profundidad del mercado accionario colombiano en cada uno de los sectores, para el suministro de esta información.

En el caso de una metodología con base en múltiplos, el descuento de dividendos puede ser otra alternativa de medición, la cual puede ser utilizada tanto por el proveedor de precio como por la entidad misma. Se requiere la proyección de dividendos, y de la tasa de descuento. La proyección de los dividendos puede estar determinada con la tendencia histórica del negocio en el pago de dividendos y proyección de la tasa de interés a través de metodologías como el CAPM, de acuerdo a las condiciones del mercado accionario colombiano.

Por su parte, los flujos de caja descontados es otra metodología de valoración que podría ser usada para este fin, sin embargo la proyección de los flujos de caja también terminan siendo subjetivos, no obstante podrían establecerse la valoración bajo esta metodología desde un enfoque conservador, por ejemplo estableciendo línea de tiempo, análisis de tendencias, proyección de crecimiento. Sin duda, una medición de flujos de caja conservadora acercará el valor de la acción al mercado en comparación a las mediciones a partir de variaciones patrimoniales.

En todo caso, dada la naturaleza las valoraciones estas son subjetivas, con independencia de quien las provea, si bien para el sector financiero se quiere canalizar esta responsabilidad en un solo agente del mercado, esto no implica que las valoraciones vayan a dejar su condición subjetiva, lo que si le permite a la SFC es minimizar su gestión de supervisión al concentrar esta actividad a dos entidades. No obstante, las mediciones de instrumentos de patrimonio terminarán siendo más subjetivas en el caso de un proveedor de precios que las hechas por la entidad, en la medida que el proveedor de precio no cuentan con el conocimiento e información de las particularidades de todos los negocios en los que invierte el sector financiero, adicionalmente, no están claro hasta qué punto las entidades están dispuesta a entregar información del negocio, si bien están obligadas a cumplir las normas, no están obligadas a entregar la receta de su negocio, por tanto, la medición más factible para el caso del sector financiero será las variaciones patrimoniales, lastimosamente, la metodología menos favorable

para los propósitos de información al mercado. Paradójicamente el sector real, del que se esperaría resistencia a estas metodologías, dada la regulación colombiana enfocada más al costo que a precios de mercado, podrá hacer uso de estas metodologías, acercándose a mediciones de mercado.

La aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, imponen un reto importante y sensible, particularmente en las mediciones de valor razonable, si bien las finanzas han tenido siempre una interrelación con la contabilidad financiera, desde un enfoque de gestión, las finanzas para la toma de decisiones en ámbitos como inversión, financiación y operación, y la contabilidad en el reflejo de dichas decisiones, ahora su relación se vuelve mucho más estrecha, al convertirse las herramientas financiera, en un soporte de medición para la preparación de la información.

## **5. Bibliografía**

BERK, J., & DEMARZO, P. (2008). Finanzas Corporativas. Mexico: Pearson Addison Wesley.

BODIE, Z., KANE, A., & MARCUS, A. (2004). Pincipios de Inversiones. Madrid: Mc Graw Hill.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (1993), Decreto 2649.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2010), Decreto 2555.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2013), Decreto 2925.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2014), Decreto 2267.

FERNANDEZ, P. (2008). Métodos de Valoración de Empresas.

IASB (2012), NIIF 9 - Instrumentos Financieros

IASB (2012), NIIF 13 - Medición de Valor Razonable

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA (1995), Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995)