

**MODELOS ECONÓMICOS DE VALORACIÓN**  
**Y**  
**VALORACIÓN EN LAS NIC/NIF Y EL PGC07**

(VIII Jornadas de Contabilidad Financiera de ASEPUC  
Barcelona, 28 y 29 de mayo de 2009.)

**ALFONSO A. ROJO RAMÍREZ**  
**Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad**  
**Dpto de Dirección y Gestión de Empresas**  
**Universidad de Almería**

**Índice.**

---

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>LA IMPORTANCIA DE LA VALORACIÓN EN EL SIC.....</b>	<b>3</b>
<b>MODELOS ECONÓMICOS PARA LA VALORACIÓN. ....</b>	<b>5</b>
<b>LA VALORACIÓN EN LAS NIC-NIF Y EL PGC07.....</b>	<b>11</b>
<b>A MODO DE CONCLUSIÓN: RETOS PARA LOS CONTABLES.....</b>	<b>16</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS. ....</b>	<b>18</b>

---

**Introducción.**

El Sistema Informativo Contable (SIC), la Contabilidad, constituye el sistema de información económica por excelencia en una economía moderna. Difícilmente se conciba la toma de decisiones de forma adecuada sin el recurso a la misma.

Las funciones del SIC son muchas y variadas, de aquí su importancia, estando relacionadas con el proceso contable. La figura 1 muestra las más relevantes y su relación con dicho proceso.

*Figura 1. Funciones del SIC y proceso contable.*



Fuente: Elaboración propia

Por un lado, el sistema de registro nos permite realizar una ordenación adecuada de los elementos de la empresa, de gastos e ingresos, y ejercer el control sobre unos y otros. El

proceso valorativo nos facilita la acción legal y fiscal, favoreciendo la responsabilidad de la empresa frente a terceros, mientras que la agregación facilita la gestión y análisis de la empresa, así como la comparación interempresas, siempre que se den tres circunstancias:

1. El registro se hace sin trampas y recoge todos los elementos esenciales de la actividad, o lo que es lo mismo, existe una regulación admitida que es seguida por todos los sujetos económicos.
2. La valoración responde a las circunstancias del entorno, esto es, se ajusta a las necesidades que demanda el entramado económico y social.
3. Los criterios de registro y valoración son homogéneos para todos los sujetos empresariales, lo que daría como resultado estados comparables.

El último de los aspectos es objeto de fuertes críticas (Rojo, 2001a). Por un lado, las decisiones de inversión y crédito no pueden sustentarse adecuadamente en los datos contables al ser éstos de naturaleza histórica. Por otro, en una sociedad tecnológicamente desarrollada y con cambios acelerados, la contabilidad no recoge los aspectos sustanciales de la nueva economía: los intangibles y el riesgo. Finalmente, el objetivo de beneficio y el fuerte componente legal a él asociado, da lugar a una gestión del mismo que perjudica la comparabilidad.

A poco que nos detengamos a analizar dónde se puede encontrar el origen de estas críticas observamos el papel central que juega la valoración, inherente, por otra parte, a la ciencia económica de la que forma parte el SIC.

El deseo de los reguladores contables por ofrecer unos estándares que garanticen la calidad y utilidad de la información y su comparabilidad ha llevado a introducir como parte sustancial del sistema valorativo el **valor razonable** (FV) dando lugar a un amplio desarrollo de criterios y métodos valorativos. Esta preocupación se ha puesto de manifiesto en España mediante la adopción de las NIC/NIIF para el entramado empresarial español mediante la aprobación del PGC en 2007 (PGC07).

La introducción del FV en el PGC07, reforzando lo que ya se había hecho en 2005 con la aplicación de las NIC/NIIF a las empresas cotizadas que consolidaban, supone una clara orientación al mercado (Rojo y Casado, 1995) que se ve acompañada de la introducción de criterios de valor fundamentales como es el valor actual. Esta circunstancia ha coincidido con una grave crisis, financiera inicialmente y económica después que, en gran medida, está asociada con la contabilidad a valor de mercado (*mark to market accounting*), dada la inseguridad que este criterio valorativo introduce en el sistema informativo, particularmente en aquellas empresas como los bancos cuyos activos y pasivos son esencialmente financieros.

En este contexto, tanto las empresas como los organismos reguladores, han comenzado a revisar la aplicación del FV preocupados por el impacto que está teniendo en la economía aunque, por extraño que parezca, se sigue sin tomar en consideración a los valoradores (Rérolle, 2008), como agentes especializados que intervienen de forma continuada en el mercado.

El objetivo de esta ponencia es debatir sobre el FV en el contexto de la valoración de negocios, poniendo de manifiesto los criterios valorativos existentes y las dificultades

de aplicación en contabilidad. Para ello, en primer lugar veremos la importancia que está teniendo el FV en el ámbito contable. El segundo apartado queda destinado a analizar los modelos económicos para la valoración y la conexión de los criterios de valoración contable con aquellos. En un tercer apartado nos referiremos a las NIC/NIFF más significativas que recogen aspectos de valoración de negocios. Finalmente, a manera de conclusión, se indican algunos retos para la aplicación del FV.

### La importancia de la valoración en el SIC.

Unos datos estadísticos nos pueden servir para poner en contexto la importancia de la valoración en el proceso contable.

El RD 1514/2007 por el que se aprueba el PGC07 hace referencia en cuatro ocasiones al FV, sólo dos al valor contable y ninguno al valor histórico. El PGC07 hace referencia en 278 ocasiones (13 de ellas en la introducción) al valor razonable, lo que representa prácticamente un 59% de las referencias al valor, frente a 44 ocasiones en que se hace referencia al valor contable y 27 al valor en libros (poco más del 15% de las referencias al valor). En ningún caso se hace referencia al valor histórico. El valor actual se cita 36 veces y el valor en uso 8 veces. El concepto 'Importe recuperable' figura en 16 ocasiones. También se hace referencia al Precio de adquisición en 36 ocasiones, 18 al Coste de producción y 13 al Coste amortizado.

La tabla 1 muestra estos datos diferenciando según que su referencia se haga en la introducción del PGC07 o en el texto.

*Tabla 1. Referencia a los conceptos de valor en el PGC07.*

Criterio valorativo	Veces que se cita	
	Introducción	Texto del PGC
<i>Coste histórico o coste (CH)</i>	1	5
+ <i>Precio de adquisición (Pa)</i>	5	31
+ <i>Coste de producción (Cp)</i>	0	18
<i>Valor razonable (FV)</i>	13	265
<i>Valor neto realizable (VNR)</i>	1	5
<i>Valor actual (VA)</i>	3	33
<i>Valor en uso (VeU)</i>	1	7
<i>Coste amortizado (CA)</i>	1	12
<i>Valor contable (VC)</i>	1	43
+ <i>Valor en libros (VeL)</i>	1	26
<i>Valor residual (VRs)</i>	1	5

Está clara la relevancia de la valoración en el PGC07 y, en particular, la prioridad del FV<sup>1</sup>, lo que es debido a la influencia de la normativa internacional. La importancia de la valoración, particularmente la introducción del FV, tiene tal impacto que el FASB (2006)<sup>2</sup> emitió un pronunciamiento específico relacionado con este concepto y el IASB

<sup>1</sup> Según Rérolle (2008), la referencia al FV en las Normas Internacionales de Contabilidad de la Comisión Europea de noviembre de 2008.

<sup>2</sup> El precursor de esta norma es el SFAS 115: 'Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities'. Emitido en mayo de 1993.

(2006) dispone de un borrador avanzado a fecha de 2009 sobre esta cuestión. A esto hay que añadir la actuación de IVSC<sup>3</sup> que viene emitiendo normas de valoración de la mano del IASB y con impacto en las normas contables.

Esencialmente, el FASB (2006) ofrece un soporte y estructura sobre cómo se debe calcular el FV con propósitos de elaboración de los estados contables, tanto para activos, financieros o no, como para pasivos. La idea básica subyacente es que el FV se determina por el mercado mediante precios de cotización y, cuando estos no existen, o no son fiables (por ejemplo, por un mercado exiguo o estrecho) se deben aplicar ‘otros métodos valorativos’.

El FV se define como “el precio que se recibiría con la venta de un activo, o que se pagaría en la transferencia de un pasivo, en una transacción ordenada entre sujetos económicos que participan en el mercado en la fecha de la operación”<sup>4</sup>, también denominado precio de salida.

Para nuestro propósito conviene señalar que este pronunciamiento hace hincapié en el uso de ‘*imputs*’ de mercado para determinar el FV, estableciendo una jerarquía de los mismos según tres niveles, que tienen que ver con el grado de disponibilidad de los mismos, aspecto este que no influye sobre las ‘técnicas de valoración’ a aplicar (FASB, 2006:23). Los tres niveles son: a) Nivel 1, relacionado con activos líquidos con precios de cotización; b) Nivel 2, relacionado con la valoración de activos y pasivos que disponen de mercado y/o variables comparables, o asunciones sobre elementos comparables; Nivel 3, que queda asociado a valoraciones que se basa en *imputs* o asunciones necesarios en el modelo valorativo, pero que no son observables.

Los dos primeros niveles usan *imputs* externos que son observables, mientras que el nivel 3 recoge solo *imputs* internos.

El FASB (2008) publicó en octubre de 2008 un ‘*staff position*’ para clarificar la aplicación de FV en mercados no líquidos de activos financieros<sup>5</sup>, pronunciamiento que está actualmente en revisión como consecuencia, principalmente, de la crisis financiera.

Lo relevante de todo esto es que queda patente la disociación entre la importancia de valorar y la forma en como hacerlo; entre el valor histórico y el FV; entre activos y pasivos financieros y no financieros, con consecuencias claras sobre dos elementos básicos de la teoría contable: la utilidad y la comparabilidad. Esta confrontación no está resuelta, ni es previsible que se resuelva a corto plazo, pero introduce un elemento de reflexión potente y nos permite realizar una conexión entre valoración contable y económica, mostrando muy a menudo el gran desconocimiento de los usuarios sobre ambos valores.

---

<sup>3</sup> Internacional Valuation Standard Council.

<sup>4</sup> FASB (2006. SFAS,5) “Fair value is the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.” El ED de la IASB (2006:10) lo define como sigue: ‘the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction’.

<sup>5</sup> La entrada en funcionamiento de activos y pasivos no financieros fue postergada hasta 2009 en febrero de 2008 mediante la emisión del FSP-SFAS 157-2, *Effective Date of FASB Statement No. 157*.

Esta reflexión es particularmente importante en el momento actual donde, como se ha sugerido (Rérolle, 2008), la crisis financiera es en realidad una crisis sobre valoración, lo que requiere un mayor acercamiento entre reguladores contables y expertos valoradores.

### **Modelos económicos para la valoración.**

Muchos de los problemas que se dan con la aplicación de las NIC/NIIF y, por tanto en el PGC07, se derivan del desconocimiento que se tiene sobre el concepto de valor.

El valor es un concepto asociado al grado de utilidad (U) que reportan los bienes a su usuario y, en economía, la utilidad se mide mediante al flujo de efectivo (FT) que se espera de un bien o servicio. De esta manera, el valor fundamental de un edificio cuya vida estimada (n) es limitada, no es otro que el que resulta del descuento de los FT que se esperan en dicho período, de acuerdo con la rentabilidad mínima que exige el inversor (k):

$$V_o = \sum_{j=1}^n \frac{FT_j}{(1+k)^j}$$

El SIC maneja el coste (C) como fundamento de valor, que no es otra cosa que el resultado de agregar factores de producción a precio de mercado en el momento en que tiene lugar su transacción. En el caso de nuestro edificio, sería el importe incurrido para disponer de él en condiciones normales de uso:

$$V_o = \sum_{j=1}^n C_j$$

Así, un edificio de vida útil 30 años cuyo coste incurrido hasta su puesta en funcionamiento (precio de adquisición más costes soportados imputables) es de 300.000 € y cuya función es el arrendamiento, con una cuota de alquiler anual de 40.000 € tiene un valor económico (o fundamental) de 370.077 € para una rentabilidad mínima del 10%<sup>6</sup>. Por tanto, valor económico y valor contable nunca coinciden e, incluso, no son iguales para sujetos diferentes, ya que la rentabilidad mínima (k) que demanda un inversor difiere de la que demanda otro distinto, pues sus apreciaciones de utilidad y riesgo difieren.

A menudo se observa que los contables (y muchos valoradores) tienen obsesión por el mercado al pensar que éste refleja valores, lo cual es un flagrante equivoco. El precio es un concepto de equilibrio de mercado (entre oferta y demanda) que varía continuamente según los gustos de los consumidores, la estructura de producción, la influencia de éstos en el mercado, el nivel de innovación, etc. por no añadir las apreciaciones sociológicas y psicológicas de los usuarios, por lo que no refleja exactamente las preferencias de cada usuario individual y, por tanto, su valor particular. Cuando existen muchos usuarios, oferentes y demandantes, interesados en un mismo bien homogéneo, y disponen de

---

<sup>6</sup> Según el siguiente cálculo:  $V_o = \sum_{j=1}^{30} \frac{40.000\text{€}}{(1+0.1)^j} = 40.000\text{€} \cdot a_{30/0.1} = 370.077\text{€}$

igual información, entonces y sólo entonces, podríamos decir que el precio es un representante que puede acercarse fiablemente al valor medio de los usuarios por el juego del mercado. Por tanto, el precio de mercado no es un valor. El precio es objetivo, el valor subjetivo.

Así el precio de cotización de 15 € de una acción en la bolsa de valores (supuesta eficiente) que paga un dividendo de manera regular de 1 € que se va incrementando cada año un 2%, tiene un valor de 12'5 €, la diferencia sólo puede deberse a apreciaciones sociológicas y psicológicas difíciles de apreciar.

La teoría de la valoración (Rojo, 2007) establece que el valor es una función de la utilidad que reportan los bienes, aunque están condicionados por su coste. De aquí que sólo existan dos modelos valorativos reconocidos: el valor basado en utilidad o rentas futuras (VeR) y valor basado en coste (VeC), si bien este último, al no apreciar la unidad de conjunto que es la empresa, esto es la interacción indispensable de elementos tangibles e intangibles que colaboran en la consecución de rentas, se considera incompleto como modelo valorativo, y debe ser complementado con el cálculo del valor inmaterial o Fondo de comercio (GW), dando lugar a métodos como el de beneficio residual (RIM).

### ***Modelos económicos y regulación contable.***

La normativa contable sobre la base que acabamos de comentar construye las *técnicas de valoración (TdV)*, tal como se aprecia en el FASB (2006:18):

1. *Aproximación de mercado* (Valor de mercado o *market approach –MA-*). El 'valor' es tomado de los precios de mercado del bien o de comparables que disfrutan de un mercado, para lo que es común utilizar la técnica de los múltiplos. Generalmente este 'valor' está pensando en activos y pasivos financieros y, en general, en activos con un *mercado activo*<sup>7</sup>. Sobra decir que esta técnica no es un método de valoración, sino de asignación de precios de mercado.
2. *Aproximación de beneficios* (Valor basado en renta o *Income approach –IA-*). Esta 'técnica' si que se sustenta en la teoría de la valoración y consiste en descontar los FT o beneficios al momento de la valoración (método de descuento de FT). Entre esta aproximación se incluyen, de acuerdo con el FASB, los métodos de opciones (Black-Scholes-Merton y binomial) y el método de exceso de beneficios (*multiperiod excess earning method*). Es aproximación responde al modelo basado en utilidades.
3. *Aproximación de coste* (Valor basado en coste o *Cost approach –CA-*), que se refiere al coste de reemplazamiento del activo de acuerdo con sus condiciones de uso. Se trata del modelo basado en coste.

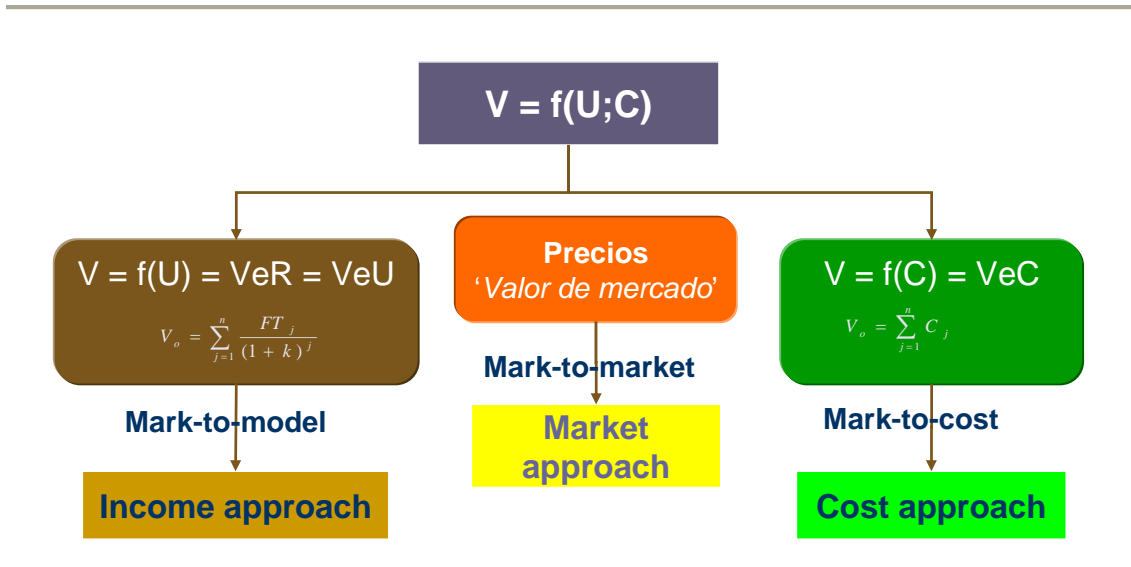
---

<sup>7</sup> Un mercado es activo cuando (NIC36:6 y NIC38:8) se dan todas las siguientes condiciones:

- (a) los bienes o servicios intercambiados en el mercado son homogéneos;
- (b) se pueden encontrar en todo momento compradores o vendedores para un determinado bien o servicio;
- (c) los precios están disponibles para el público.

La figura 2 muestra los modelos económicos y su relación con los modelos contables.

Figura2. Modelos valorativos y técnicas de valoración contables



Fuente: Elaboración propia

Sin duda el modelo por excelencia es la IA, que tiene como base fundamental el *Modelo de descuento de FT (DCFM)*, cuya expresión es la siguiente:

$$VeU_o = \sum_{j=1}^n \frac{FT_j}{(1+k)^j} + \frac{VR_n}{(1+k)^n} \quad [1]$$

En la expresión [1] existen tres elementos clave o *componentes de valor*:

1. La estimación de los flujos de efectivo (FT).
2. La estimación de la tasa de actualización (k).
3. La estimación del valor residual (VR),

*La estimación de los FLT.*

Respecto a la estimación de los FT, lo primero que hay que hacer, antes de proceder a su cálculo, es definir el método de incorporación del riesgo en la expresión [1].

Existen a este respecto dos enfoques, en función de si el riesgo es aplicado a los flujos de efectivo o a la tasa de descuento, distinguiendo así entre el *método del equivalente de certeza (MEC)* y el *método de la tasa de descuento (MTD)*.

- El **MTD** incluye el riesgo o probabilidad de ocurrencia de los flujos, así como de otros factores, en la tasa de descuento. Considera unos flujos futuros de efectivo sin riesgo, y da especial énfasis a la tasa de descuento. Este enfoque asume, por convención, que existe un único tipo de interés que permite incorporar todas las expectativas sobre los flujos de efectivo futuros, así como la prima de riesgo

apropiada. Es el más utilizado por su facilidad de contrastación empírica (FEE, 2001: 6.2)

- El *MEC* considera el riesgo de los flujos, directamente sobre ellos, y no sobre la tasa de descuento, siendo menos utilizado en la práctica profesional. Se basa en el empleo de probabilidades a asignar a los flujos de efectivo esperados de acuerdo con el conocimiento de los responsables de la valoración, sujeto a la restricción del coste-beneficio.

Una vez seleccionado el método de incorporación del riesgo, podemos proceder al cálculo de los FLT que ha de tener en cuenta varios aspectos:

1. Sobre cómo estimarlos.
  - a. Su estimación se basa en un conjunto de hipótesis de comportamiento de la empresa y del entorno para un período controlable o estratégico y sobre la base de los datos histórico de la empresa y del sector en que opera. En particular, la estimación de la tasa de crecimiento de la cifra de negocio juega un papel crucial, así como su relación con la inversión.
  - b. La estimación de los FT puede realizarse mediante diferentes procedimientos agrupados en dos categorías: el *procedimiento directo de cálculo (PDC)* y el *procedimiento indirecto de cálculo (PIC)*. El primero consiste en el análisis de entradas y salidas previstas de efectivo durante el período estratégico. El segundo se sustenta, normalmente, en el cálculo de los FT a partir del balance y cuenta de resultados previstos. En la práctica se utiliza éste último.
2. Sobre qué FT estimar.
  - a. Según el tipo de valor que se desee calcular, los flujos pueden ser unos u otros. A efectos de valoración de empresas se diferencia entre valores económicos o intrínsecos y valores financieros o de propietario. Sin embargo esta diferenciación no tiene sentido en la valoración de activos, en donde se considerará sólo el valor económico en el contexto de la actividad a la que se dedica.
  - b. Los FT generados por los activos se estimarán teniendo en cuenta sólo el estado actual de los mismos y la estrategia definida por la empresa antes de llevar a cabo el proceso de valoración.

#### *La estimación de k.*

El tipo de descuento a utilizar es el *coste medio ponderado del capital*, dado que lo que valoramos es el valor económico del activo (que no tiene en cuenta la forma de financiación seguida por la empresa), esto es el coste de oportunidad de la gerencia.

Como ya se señaló, k incorpora el riesgo de variabilidad de los FT por muy diversas circunstancias, además del valor temporal del dinero.

Existen dos procedimientos de estimación de k: por un *procedimiento económico* o fundamental, que se basa en apreciar los riesgos inherentes al activo y agregar tales riesgos en forma de prima a una tasa de base libre de riesgo; por un *procedimiento financiero*, agregando las tasas de riesgo de las fuentes financieras propias del activo. Cuando se trata de valorar activos puede resultar complicado utilizar un procedimiento indirecto por la dificultad de asignar al mismo la fuente de financiación, en tal caso se debe recurrir a un

método fundamental o económico. Si no, lo más normal es utilizar un procedimiento indirecto.

Por ejemplo, considérese una empresa que explota un molino de viento para la producción de energía eléctrica cuyo valor contable es de 120.000 €. Éste está financiado con deuda (80.000 €) cuyo coste es de 8% y con recursos propios (40.000 €) siendo la rentabilidad mínima demandada por los propietarios del 20%. De acuerdo con el procedimiento financiero, la tasa de actualización será del 12%. Si no conociéramos la estructura de financiación deberíamos partir de la tasa libre de riesgo (consideramos que en el momento de la valoración es del 5%) y deberíamos agregar primas de riesgo (7%) por diferentes conceptos como el riesgo general de la empresa, tecnológico, de producción, etc.

Como es lógico, el tipo de descuento no debe reflejar riesgos futuros que ya estuvieran considerados en la estimación de los flujos de efectivo y debería coincidir con el rendimiento que un tercero exigiría a una inversión que generase unos flujos de efectivo equivalentes a los previstos para dicho activo.

#### *La estimación de VR.*

El valor residual tiene sentido cuando el período de vida estimado para el activo es considerablemente largo, por ejemplo, cuando valoramos la empresa como un todo o en el caso de activos intangibles sin vida definida. Para la estimación del valor residual, se tomará en cuenta una tasa de crecimiento que debe ser nula o decreciente y, en todo caso, no rebasará la media del sector o industria en que opere el activo.

Su expresión es la siguiente donde  $k$  se dice que es una tasa sostenible que revierte a la media, al igual que  $g$ :

$$VR = \frac{FT_{n+1}}{k - g} \quad [2]$$

#### *La valoración según la regulación contable.*

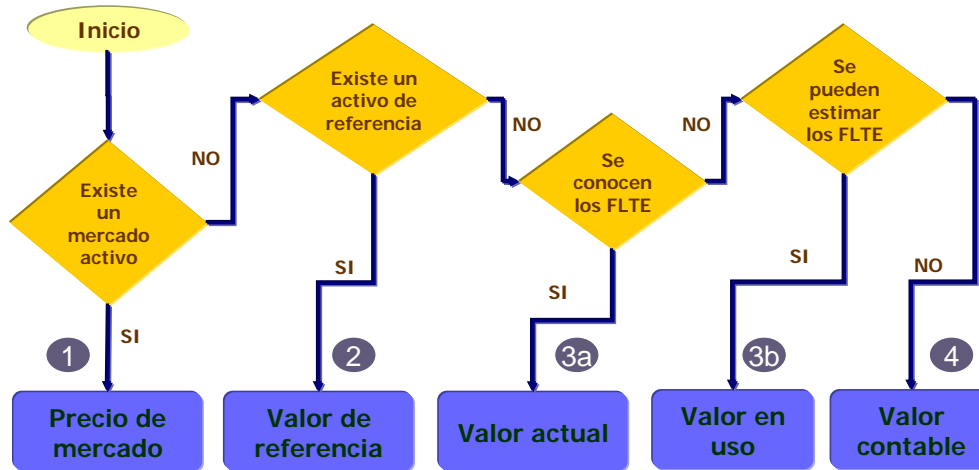
Como se dijo en la introducción, el SIC tiene funciones de control, legales y fiscales que no permiten más valor que el contable, por su fiabilidad, lo que limita su capacidad económica para el análisis. La cuestión es si existe algún mecanismo para acercar unas funciones y otras de manera racional y que compatibilice unas con otras. De otra manera, ¿es el FV el instrumento que permite acercar el valor económico y el valor contable?. Esto es, si sustituimos, como se pretende, el VC (o VeL) por el FV, ¿salvaríamos el *gap* entre valor contable y valor económico?.

La respuesta precisa es no. Es no porque el FV tal como es adoptado por la norma contable no es un valor económico o fundamental salvo en contadas ocasiones.

Observemos la figura 3 en donde se puede observar el criterio que un valorador contable debe seguir para calcular el FV de acuerdo con la normativa más representativa. El regulador contable exige (proceso 1) que antes que nada el contable observe si existe *mercado activo*. Si es así, aplicará como valor del bien el valor de mercado. Por ejemplo, si una empresa dispone de un stock de 500 barriles de Brent adquiridos a 45

€/barril y la cotización en el mercado de *commodities* es de 40 €/barril, el ‘valor razonable’ sería de 20.000 €

Figura 3. Orden de valor según los US-GAAP y los IFRS.



Fuente: Rojo (2008).

Imaginemos ahora que la empresa tiene un edificio de 500 m<sup>2</sup> cuyo valor contable es de 450.000 €. Si bien existe mercado para este tipo de activos, no podemos decir que se trate de un *mercado activo* del inmueble en cuestión. Sin embargo si que existe un mercado activo de referencia o activos similares a los que poderlo asimilar. En tal caso aplicaremos el valor de referencia (proceso 2). Por ejemplo podemos decir que el valor del m<sup>2</sup> en la zona es un referente adecuado y, por tanto, si éste es de 1.200 €, el ‘valor razonable’ del edificio será de 600.000 €

Cuando los activos procuran un flujo de renta (tesorería) conocido, tal es el caso, por ejemplo, de préstamos concedidos, si bien no existe un mercado activo ni referentes precisos, si disponemos de un conocimiento de los flujos de renta que generan (proceso 3a). Por ejemplo, consideremos un préstamo concedido por la empresa a un trabajador de importe 10.000 € con un interés del 5% a reembolsar mediante mensualidades (retenidas de nómina) de igual cuantía durante los próximos 2 años. Si el tipo de interés de mercado para ese tipo de préstamos es del 8% el FV será de 9.700 €. Conviene observar que el valor asignado por este procedimiento es un valor de utilidad (VeR) en el caso particular que se conocer los FT.

Lo más normal es que muchos de los activos que poseen las empresas no tengan un mercado activo ni se conozcan los flujos de tesorería que generan de forma precisa como en el caso precedente. En tales casos se utiliza el VeU (proceso 3b) para estimar el FV. Esto significa que la empresa debe estimar los FT que se esperan del activo y descontarlos a la tasa de rendimiento esperada de la inversión. Así consideremos el caso del molino de viento destinado a producir energía y cuyo coste de construcción y puesta en funcionamiento era de 120.000 €. Dadas las circunstancias de mercado es posible estimar los FT que generará al año, estimándose éstos en 15.000 €. La tasa de rendimiento mínima de la empresa era del 12%, para una vida útil de 20 años (no existe valor residual ni coste de desmantelamiento). Según tales datos el FV será de 112.042 €

De nuevo, conviene hacer notar que el valor asignado por este procedimiento es un valor de utilidad (VeR) en el caso particular en que no se conocen los FT, pero pueden ser estimados

El grave error que suele cometerse por los contables es confundir precio y valor. Esto es lo que ocurre en la escala de aplicación que acabamos de ver. Mientras que los dos primeros ‘valores razonables’ no constituyen un valor, sino un precio, los dos siguientes FV son verdaderos valores. Qué queremos, ¿valores o precios?. Es necesario tenerlo claro.

El valor contable es un precio histórico, pues está basado en una transacción. El FASB (2006:7) se ha decantado ahora por posicionarse en este sentido al señalar que “el objetivo del FV es determinar el precio que sería recibido en la venta del activo en la fecha de la transacción”.

Se señala posteriormente que (FASB (2006:16) una cosa es el precio de transacción (*TP*) y otra el FV “que representa el precio que sería recibido por vender el activo”. El primero es un precio de entrada, mientras que el segundo es un precio de salida y conceptualmente ambos son diferentes.

Decantarse por los precios de salida puede ser peligroso por el impacto que las fuerzas no controlables pueden tener en los estados financieros de las empresas y, en particular los efectos especulativos, tal como se ha podido apreciar en la reciente crisis financiera o en la burbuja inmobiliaria o, con antelación, en las empresas .com. Fijarse en el valor contribuye a una mayor estabilización de los balances, pero imprime mayor subjetividad.

Como ya señalara en Rojo (2001:37), el modelo contable de FV no aporta una solución al problema de fondo del nuevo entorno, dando lugar a un modelo híbrido que, por mucho que se diga, dificulta la comparabilidad, máxime cuando como acabamos de ver el propio FV es un híbrido en si mismo, al permitir trabajar con precios actuales, futuros o futuribles y con valores.

Sigo considerando que la única solución racionalmente consistente pasa por un sistema contable sustentado en el coste histórico (objetivo) orientado hacia el control, la organización y la regulación, de carácter general, y aplicable a todas las empresas. Para aquellas empresas que, por su ámbito, necesidades o impacto social así se precise, o cuando sea un deseo propio de la empresa, se debería poder aplicar un modelo económico de valoración (que no de precios) complementario que conjugara la estrategia empresarial con los datos contables favoreciendo el análisis de la creación de valor y el análisis del riesgo dentro de las reglas de juego del SIC cuyas líneas maestras pueden ser contempladas en Rojo (2001:40 y ss).

### **La valoración en las NIC-NIIF y el PGC07.**

Aunque son muchas las NIC/NIIF que hacen referencia a las técnicas de valoración (Rojo y Casado, 2005), son la *NIC 36*, relativa al deterioro del valor de los activos y la *NIIF3*, relacionada con las combinaciones de negocios, las que merecen ser comentadas. Indudablemente existen otras muchas normas en las que se hacer referencia al FV, e incluso a las *técnicas de valoración*, por ejemplo, la NIC 39 es un caso que

también podría ser objeto de especial comentario. No obstante, aquí nos limitaremos a estas dos normas que tienen su reflejo en el PGC07, la primera no lo hace de forma específica, sino que está recogida en otras normas, particularmente la relativa al inmovilizado material (NRV 2ª, 2.2); la segunda tiene una norma concreta (NRV 19ª).

### **La NIC 36.**

Esta norma establece el procedimiento de corrección de los activos no financieros cuando el *valor contable* por el que figuran en balance sea inferior a su *importe recuperable (IR)*, que es definido (p.6) como ‘*el mayor entre su valor razonable menos los costes de venta y su valor de uso*’. Es así como para calcular el IR se incorpora los conceptos de *valor razonable*<sup>8</sup> (*FV*) y *valor de uso*<sup>9</sup> (*VeU*).

La introducción del concepto de IR, lleva a diferenciar entre activos que se negocian en el mercado<sup>10</sup> (por ejemplo, algunos tipos de materias primas como los cereales, oro, petróleo, etc. y diversos tipos de activos financieros, como acciones y obligaciones y bonos), para los que se aplicará ‘valor de mercado’ y activos que no se negocian en mercado alguno<sup>11</sup>, para los que se aplicará el VeU.

La NIC 36 señala que lo primero será aplicar el ‘valor de mercado’ y, en el caso de activos sin mercado definido, que se busque algún activo similar que si lo tenga, para adoptar el riesgo de este último. Si no existe mercado ni comparables, se utilizará el VeU.

El VeU no es otra cosa que el MDFT<sup>12</sup>, que queda claramente desarrollado en el anexo A de la norma, y muestra la importancia de los componentes de valor (p. 31) introduciendo conceptos como el de *incertidumbre y riesgo*, e incluso algunos más específicos como el *grado de iliquidez*, llegando a establecer los principios o criterios generales de la valoración:

- a) La necesidad de congruencia entre tipos de descuento utilizados y los flujos de efectivo estimados.
- b) La necesidad de que tanto los flujos de efectivo como los tipos de descuento no presenten sesgo.

---

<sup>8</sup> Se entiende por valor razonable, el “*Importe por el cual podría ser intercambiado un activo, o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua*” (NIC 16, p.2).

<sup>9</sup> Se entiende por “*Valor actual de los flujos futuros de efectivo estimados que se espera obtener de un activo o unidad generadora de efectivo*” (NIC 36, p.6). La NIC 16 (p. 2) lo denomina valor específico.

<sup>10</sup> Por **mercado** se entiende el conjunto de transacciones o intercambios de bienes y servicios que se producen de manera regular entre compradores y vendedores en libre competencia y adecuadamente informados.

<sup>11</sup> Este tipo de segregación también se efectúa en la valoración de empresas (cotizadas y no cotizadas) debido a la existencia de referencias o elementos para estimar los componentes de valor principales que forman parte del modelo que normalmente se utiliza, el MDFT (AECA, 2005: 15).

<sup>12</sup> La NIC36 no hace referencia específica al VR que se vio en la expresión [1]. Esto es debido al hecho de que, al tratarse de activos, se puede considerar que la vida del activo está limitada y, por tanto, ‘n’ es igual a la vida útil del bien. En este caso la expresión [1] quedaría:

$$VeU_o = \sum_{j=1}^n \frac{FLT_j}{(1+k)^j}$$

- c) La necesidad de que los flujos de efectivo o el tipo de descuento, reflejen todos los posibles resultados, no centrándose en el más probable, ni en el de importe máximo o mínimo.

Los componentes de valor a que se hace referencia en esta norma respecto del VeU son los siguientes (NIC36:30. También p. A.1):

- a) Flujos de efectivo futuros (FT).
- b) Expectativas de variación o la aparición de los flujos de efectivo futuros.
- c) Tipo de interés sin riesgo ( $i$ ).
- d) El precio por la presencia de incertidumbre en el activo.
- e) Otros factores, tales como la iliquidez, que se deberían considerar al valorar los flujos de efectivo futuros.

que han de ajustarse a los siguientes principios generales (NIC, 36, p. A.3):

- a. Los tipos de interés utilizados ( $k$ ) reflejarán hipótesis que sean uniformes con los inherentes a los flujos de efectivo estimados.
- b. Tanto los flujos de efectivo como los tipos de descuento no deben presentar sesgo.
- c. Los flujos de efectivo o el tipo de descuento, deben reflejar todos los posibles resultados, no centrándose en el más probable, ni en el de importe máximo o mínimo.

Es importante hacer observar que la tasa de actualización o descuento ( $k$ ) puede, o no, ser la tasa de interés sin riesgo ( $i$ ), ya que además de recoger el valor temporal del dinero, debe incluir el riesgo específico del activo (p. 55), debiendo ser el tipo implícito en las transacciones actuales de mercado para activos similares, o bien el coste medio ponderado del capital de una entidad cotizada similar, en el que no se tomarán en cuenta los riesgos que se hubieran incorporado en los FT.

Se reconoce (p. A.2) la opción de asignación de riesgo en el numerador, los FT, o en el denominador, la tasa de actualización, métodos a los que denomina como *enfoque del flujo de efectivo esperado (MEC)* y *enfoque tradicional (MTA)*.

El *MTA*, según la norma (p. A.6), plantea problemas de aplicación para activos no financieros, en los que no existe mercado ni para la partida concreta objeto de valoración, ni para otros elementos comparables. En tal caso, debe analizarse, al menos, dos elementos, un activo que se pueda encontrar en el mercado, con un tipo de interés observable y el activo en cuestión. La NIC propone buscar un activo en el mercado similar al que se valora y tomar ese tipo de riesgo.

Para ello se establecen los pasos a seguir por el valorador:

- Identificar los flujos de efectivo a descontar.
- Identificar otro activo en el mercado con características similares de esos flujos de efectivo.
- Comparar los conjuntos de flujos de efectivo de los dos elementos.
- Evaluar elementos no comunes.

- Evaluar si es posible que ambos conjuntos de efectivo se comporten de manera similar.

Según la norma (p. A.7) el *MEC* es más efectivo que el *MTA*, ya que emplea todas las expectativas sobre los posibles flujos de efectivo, en lugar de un único flujo de efectivo más probable. La norma lo justifica en tanto que su objetivo es la valoración del importe recuperable de un activo y no la acumulación de costes en los que se va a incurrir.

Los principios en los que debe fundamentarse una correcta estimación de los FT son (p. 33-38 y Apéndice A):

- Los FT deben ser calculados sobre la base de hipótesis razonables y fundamentadas, de acuerdo con las condiciones económicas del activo a lo largo de su vida útil, otorgando un mayor peso a las evidencias externas a la entidad.
- Las estimaciones a futuro abarcarán un periodo máximo de cinco años salvo que pueda justificarse un plazo mayor (por ejemplo, en caso de empresas maduras y sectores estables).
- Las previsiones se harán sobre la base de la historia de la empresa, las condiciones del sector y las previsiones y presupuestos fijados por la dirección, sin considerar opciones futuras de mejora (p. 44).

Los flujos de efectivo o flujos libres de tesorería, deben ser calculados, preferiblemente, por un procedimiento directo, evaluando las diferentes entradas (cobros) y salidas (pagos), del activo, así como los posibles cobros o pagos derivados de la enajenación o disposición del mismo. Por diferencia, se obtendrá el flujo libre de tesorería (FT) (p. 39).

Los FT han de ser de naturaleza económica, ya que se evalúa un activo dentro del contexto de la actividad. Por tanto, los cobros y pagos no deben incluir, ni las entradas ni las salidas por la actividad de financiación, ni los cobros y pagos del impuesto de sociedades (p. 50).

Si éstos se viesen alterados como consecuencia de procesos de reestructuración planificados y controlados por la dirección, sólo serían contemplados en el caso de que dicha reestructuración esté planificada en el momento de la valoración y exista un compromiso de llevarla a cabo. (p. 45 a 49).

En la estimación de las proyecciones de salida, se incluyen las relacionadas con el mantenimiento y gastos generales del activo, así como cualquier otra salida de efectivo en la que se incurra para la utilización o venta.

El efecto inflacionario en los precios será adecuadamente recogido en tanto que los FLT y la tasa de descuento se encuentren ambos en término nominales o reales (p. 40).

La norma hace una especial referencia a la tasa de actualización y señalando el camino para su cálculo, pudiendo tomar en cuenta, como punto de partida, los siguientes tipos:

- El coste medio ponderado de capital, calculado, por ejemplo, a través del CAPM.
- Tipo de interés incremental de los préstamos tomados por la entidad.
- Otros tipos de mercado para los préstamos

que deben ajustarse por riesgos específicos como el riesgo-país, el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de precio.

Cuando se utiliza el *coste medio ponderado del capital*, dado que lo que valoramos es el valor económico del activo (que no tiene en cuenta la forma de financiación), esto es el coste de oportunidad de la gerencia. La elección de este tipo de coste se debe a que incorpora (NIC 36:55 y p. A.1):

- expectativas sobre las posibles variaciones en el importe o calendario de aparición de esos flujos de efectivo futuros;
- el valor temporal del dinero, representado por el tipo de interés de mercado sin riesgo;
- el precio por la presencia de incertidumbre inherente en el activo;
- otros factores, algunos de los cuales no son identificables (como la iliquidez), que los participantes en el mercado reflejarían al valorar los flujos de efectivo futuros que la entidad espera obtener del activo.

Dado que en el flujo de tesorería no se incluye el impuesto, restando, la tasa tampoco debe incluirlo (p. 55), al igual que es independiente de la estructura de capital de la entidad que compra el activo.

### ***La NIIF3.***

Si a alguna norma le afecta de manera especial la cuestión de la valoración esta es la NIIF 3. “Combinaciones de negocios”, esto es, (NIIF3:4) “*la unión de entidades o negocios separados en una única entidad que informa*” y cuya finalidad es la de establecer la información financiera a revelar por una entidad cuando lleve a cabo una operación de fusión o absorción.

La NIIF 3 (p. 1) establece que para el registro contable de la combinación únicamente podrá aplicarse el método de adquisición, que exige que los bienes y derechos de la empresa adquirida figuren por su valor de mercado y que se aflore el fondo de comercio sobre la base de tres pasos (p. 16):

- a) identificación de la entidad adquirente;
- b) valoración del coste de la combinación de negocios;
- c) distribución, en la fecha de adquisición, del coste de la combinación de negocios entre los activos adquiridos, y los pasivos y pasivos contingentes asumidos.

El paso b) requiere de la valoración de las empresas que participan en el proceso, mientras el paso c) exige asignar el coste de la compra de la adquirida, en la fecha de adquisición, entre los activos adquiridos y los pasivos y pasivos contingentes asumidos.

Por *coste de la combinación* (CC) de negocios se entiende (p. 24) la suma de los FVs, en la fecha de intercambio, de los activos entregados, los pasivos incurridos o asumidos y los instrumentos de patrimonio neto emitidos por la adquirente a cambio del control de la entidad adquirida, más cualquier coste directamente atribuible a la combinación de negocios.

Es así que esta norma incluye tres elementos básicos de la valoración: a) la valoración de la empresa adquirida; b) la valoración de los activos recibidos y los pasivos asumidos

de la empresa adquirida; c) los activos entregados, los pasivos incurridos con la compra y los instrumentos de patrimonio emitidos por la adquirente.

En cuanto a la *valoración de la empresa adquirida*, este debe ser calculado por un experto de acuerdo con la expresión [1] y, sobre su base, se fijara el precio en la negociación (P) existente entre las partes, lo que constituye finalmente el FV, o el CC una vez tomados en consideración los costes directos de la operación. De nuevo observamos cómo valor y precio no coinciden, lo normal será que exista un diferencial entre uno y otro que dará lugar a una prima/descuento dependiendo de las circunstancias concretas de la operación (Rojo, 2008).

Como el P será distinto del VeU de la empresa, la diferencia, que generalmente recibe el nombre de GW financiero (Rojo, 2008), habrá que reasignarla entre los activos adquiridos y los pasivos asumidos a FV, o sea el valor neto contable corregido o patrimonio neto corregido, lo que se reconoce como valor neto contable o patrimonio neto contable. Si tras el ajuste de valor de activos y pasivos todavía se mantienen diferencias éstas pasan a integrar lo que se denomina Fondo de comercio (GW) (p. 51.b), aunque el GW real no debería tomar en consideración las primas o descuentos que hacen diferir el VeU del P.

Por lo que se refiere al FV de activos adquiridos y pasivos asumidos, la norma (p. 36) obliga a tener que valorar todos ellos a FV, lo que significa que han de seguirse las reglas señaladas en el gráfico 2, aplicando un valor u otro en función de las características de cada activo y pasivo.

Por último, la norma señala (p. 27) que el FV, o precio pagado, será el *precio de cotización* de las acciones entregadas a cambio de los activos y pasivos adquiridos, “*salvo que dicho precio sea un indicador poco fiable del valor razonable*”, debido, por ejemplo, a la estrechez del mercado, o cuando no exista cotización para los títulos. Queda patente que la norma está pensando que son las empresas cotizadas las que realizan este tipo de operaciones cuando en realidad esto está muy lejos de ser así. Cuando la empresa no cotiza en bolsa, el FV de los instrumentos de patrimonio tiene que ser calculados por experto en base a [1].

Como es posible que la empresa entregue activos en contrapartida, o contraiga deuda para realizar el pago, el P se determina por el agregado del FV de tales activos y pasivos más los instrumentos de patrimonio que se entreguen con tal fin.

Son muchas más las normas que trabajan con el FV. Como ejemplo se incluye la tabla 1, donde se recogen las diferentes normas y aspectos del FV que incluyen.

### **A modo de conclusión: retos para los contables.**

Tal como se ha venido poniendo de manifiesto, la valoración tanto de elementos individuales como de empresas ha adquirido una relevancia desconocida para muchos contables hasta la extensión de las NIC/NIIF al conjunto de las empresas españolas mediante el PGC07.

La interrelación de contabilidad y finanzas es un hecho y los contables tendrán que asumir su papel en este último campo si desean desempeñar una labor más activa y de valor añadido para la empresa.

Tal como señalan Rojo y Casado (2005), al contable se le plantean retos que deben venir acompañados de esfuerzos en la Administración pública que favorezcan su actuación. Entre éstos podemos citar:

1. *La búsqueda de patrones terminológicos.*

No está suficientemente asentada una terminología sobre valoración, lo que se revela preocupante para los contables. La introducción del FV es la punta del iceberg de toda la problemática que sobre el valor existe. Se hace necesario un mayor acercamiento entre contabilidad y valoradores a lo que puede contribuir:

- a) La creación de un cuerpo profesional que aglutine a los profesionales de la valoración y cuide de la formación y los intereses que le son propios.
- b) La introducción en la universidad de una especialización universitaria, al menos a nivel de postgrado, que de una formación integral sobre esta materia.
- c) Un mayor acercamiento entre contables y valoradores. En particular, a nivel internacional, habrá que tener en cuenta el papel que juega el IVSC.

2. *Bases de datos para el valorador.*

La utilización de los modelos valorativos requiere, tal como se ha visto, disponer de información para su eficiente aplicación. Ni que decir tiene que hoy día existe escasez palpable de ellos, lo que exige de apoyo institucional para la investigación y desarrollo de bases de datos que aporten luz sobre temas como el riesgo y las tasas de descuento dentro de los sectores, sobre tasas de crecimiento, etc.

## Referencias bibliográficas.

- AECA (2005): “Valoración de Pymes”. *Documento nº 7* de Valoración de empresas. AECA. Madrid.
- Allen F. and Carletti, E. (2008): “Mark-to-market accounting and liquidity pricing”. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, Nº 2-3, pp. 358-378
- FASB (2006): “Fair Value Measurements”. *SFAS Nº 157*. September.
- FASB (2008): *Determining the Fair Value of a Financial Asset When the Market for That Asset Is Not Active*. FSP-SFAS 157-3. October.
- FEE (2001): “*Business Valuation: A Guide for Small and Medium Sized Enterprises*”. Fédération des Experts Comptables Européens. Bruxelles. July.
- IASB (2006): “Fair Value Measurements” *Discussion Paper*. November.
- Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19/VII de 2002 relativo a la aplicación de las NIIF
- Rérolle, J-F. (2008): “The fair value debate: from accounting utopia to financial realism”. *Revue Trimestrielle de Droit Financier* nº4. pp. 1 - 12.
- Rojo, A. (2001): “Sistema contable y nuevas necesidades de información”. *Revista Legis del Contador*. Nº 7; julio-septiembre, pp. 11- 50
- Rojo, A. (2001a): “Valoración contable, valor razonable y utilidad de la información”. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. Nº 56. Especial XI Congreso AECA, pp. 74 -75
- Rojo, A. (2008): “El fondo de comercio, un concepto controvertido”. *Revista española de capital riesgo*. Octubre –diciembre. Nº 4, pp. 3 - 22
- Rojo, A. (2007): “*Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor*”. Paraninfo. Madrid
- Rojo, A. y Casado, P. (2005): “Los retos futuros de la valoración de empresas y las NIC/NIIF”. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. Nº 72, pp. 71 – 74.