

# EL MODELO DE VALOR RAZONABLE:

## La aproximación de las cifras contables a los valores de mercado

*The fair value model: The approach of the accounting figures to the market values*

**Tec Empresarial,**  
**Noviembre 2014 - Marzo 2015**  
**Vol 8 Num 3 / p. 41-49.**

**Eduardo Sosa Mora**  
 sosamata@ice.co.cr

*Magister en Evaluación de Programas y Proyectos de Desarrollo y licenciado en Administración de Negocios con énfasis en Contabilidad por la Universidad de Costa Rica. Magister en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas por la ULACIT. Profesor del Instituto Tecnológico de Costa Rica y de la Universidad de Costa Rica.*

### ABSTRACT

Since many years ago in the Accounting academic and professional circles there is a debate about the importance that the financial statements represent the assets and liabilities according with their market values, in order to get a better approximation to the economic values of the enterprises. Because of this the fair value model has gained relevance in the International Financial Reporting Standards (IFRS). According with this model, the assets and liabilities are measured by their market values. The adoption of

this model means the implementation of the theory of the firm and a greater approximation the Accounting to the Financial Theory, whose benefits must be weighted with the risks of getting accounting figures by using market prices and assumptions about future events. This paper expounds the scopes of adopting this model in the effort to assure that the financial statements represent faithfully the economic realities of the enterprises.

**Keywords:** Value, theory of value, fair value, value of the firm, present value, cash flows

### RESUMEN

Desde hace muchos años, en el ámbito académico y en el profesional de la contabilidad, se debate acerca de la importancia de que los estados financieros presenten los activos y pasivos de acuerdo con sus valores de mercado, con el fin de lograr una mejor aproximación a los valores económicos de las empresas. Esto ha propiciado que, en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), haya adquirido relevancia el modelo del valor razonable, según el cual los activos y pasivos se miden por sus valores

de mercado. La adopción de este modelo significa la instrumentación de la teoría del valor de la empresa y una mayor aproximación de la contabilidad a la teoría de las finanzas, cuyos beneficios deben sopesarse con los riesgos asociados a la obtención de cifras contables a partir de precios de mercado y de supuestos acerca de eventos esperados en el futuro. Este artículo expone los alcances de la adopción de ese modelo en el esfuerzo por lograr que los estados financieros representen fielmente las realidades económicas de las empresas.

**Palabras clave:** Valor, teoría del valor, valor razonable, valor de la empresa, valor presente, flujos de efectivo.

- Recepción del artículo: 18 de junio, 2014
- Aprobación del artículo: 1 de octubre, 2014

## >> INTRODUCCIÓN

Una discusión que tiene lugar desde hace muchos años es si, mediante los estados financieros, es posible representar los valores de mercado de los activos y pasivos, y, con esto, lograr una mayor aproximación a los valores económicos de las compañías. En el escenario de la globalización económica y del dinamismo de los mercados de capital, esta discusión comenzó a cobrar mayor relevancia desde hace tres décadas, en virtud de las nuevas y más complejas necesidades de los usuarios de la información financiera, quienes demandan que los estados financieros proporcionen datos relevantes sobre la capacidad de las entidades para generar flujos de efectivo y, con ello, facilitar la estimación de los valores económicos de estas.

Este contexto ha propiciado que el modelo de medición denominado *valor razonable*, con base en el cual se aspira a aproximar las representaciones contables a los valores de mercado, haya cobrado auge en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). A partir de aquí se explica la creciente proximidad de la contabilidad con la teoría del valor de la empresa y con las finanzas, y su adherencia a la teoría neoclásica del valor.

Frente a las ventajas que se atribuyen a tales acercamientos epistemológicos y metodológicos, deben ponderarse los riesgos que surgen de obtener valores y reconocer pérdidas o ganancias a partir de precios de mercado, y hacer uso de estimaciones sobre eventos futuros, como lo propone uno de los enfoques del modelo del valor razonable (el enfoque del ingreso), así como los inconvenientes de la mayor presencia de subjetividad en los procesos de medición contable asociada a la obtención de cifras con base en estimaciones.

En este artículo se expone una reflexión teórica sobre los fundamentos conceptuales y epistemológicos del modelo del valor razonable. También se identifican algunos determinantes contextuales que han propiciado su auge en las NIIF, así como los principales factores que dificultan su aplicación en mercados no desarrollados. Dado lo novedoso y amplio del tema, escapan al alcance de este artículo el



estudio de la adopción efectiva de este modelo en las empresas costarricenses y la formulación de una propuesta metodológica para su aplicación práctica, aspectos que pueden constituir temas para futuras investigaciones.

## LAS TEORÍAS DEL VALOR Y LA SUBJETIVIDAD DE LA VALORACIÓN

Las teorías del valor responden a la cuestión de qué es lo que determina el valor de un bien. Se puede contestar a esta pregunta al afirmar que el valor de un bien está determinado por el grado de satisfacción que su posesión da a una persona. También se puede contestar diciendo que ese valor se determina a partir de la retribución a los factores empleados en su producción, o en términos de la cantidad de un bien que se debe entregar a cambio de obtener una cantidad de otro.

Si se define el valor de un bien en función del grado en que satisface determinadas necesidades humanas, se hace referencia al concepto de valor de uso. Si se define el valor en términos de la relación de intercambio de dos o más bienes, estamos frente al concepto de valor de cambio (Suárez, 2011; Cachanosky, 1994).

En la ciencia económica se identifican dos teorías del valor: la teoría del valor utilidad (teoría neoclásica) y la teoría del valor trabajo (teoría clásica). De acuerdo con Álvarez (2009), la primera se fundamenta en el concepto del valor de uso, mientras que la segunda se construye sobre la base del concepto de valor de cambio.

Acorde con la teoría clásica, el valor de los bienes se expresa mediante su valor de cambio, mientras que, según la teoría neoclásica, el valor de los bienes reside en la satisfacción que estos ofrecen a sus poseedores (Álvarez,

## Desde hace muchos años, en el ámbito académico y en el profesional de la contabilidad, se debate acerca de la importancia de que los estados financieros presenten los activos y pasivos de acuerdo con sus valores de mercado, con el fin de lograr una mejor aproximación a los valores económicos de las empresas

2009). Para la teoría clásica, las mercancías tienen un valor intrínseco, en tanto que, para la teoría neoclásica, el valor no reside en las cosas sino en el juicio de los seres humanos que las utilizan para satisfacer sus necesidades. En la perspectiva neoclásica, el valor es el resultado de actos subjetivos de las personas que pueden acceder al uso de los bienes.

El tradicional dilema filosófico de la objetividad *versus* la subjetividad también está presente en la valoración de bienes, activos y empresas. Suele decirse que la valoración debe hacerse de manera objetiva, libre de cualquier subjetividad, sin embargo, como argumenta Medina (2011), para que se lleve a cabo el acto de valoración se requiere la presencia de un sujeto que valore al objeto. Entre ambos se produce la relación denominada *valoración*, en la que el ser humano es el sujeto final y, en consecuencia, si el valor de las cosas está en función de la satisfacción de las necesidades humanas, la valoración es inevitablemente subjetiva. Según Medina (2011):

...el valor depende de las expectativas de generación de recursos que las personas se hayan cifrado; por lo tanto, este valor es eminentemente subjetivo, ya que en la medida que representa opiniones de personas determinadas y este se individualice en un sujeto particular, será posible proceder a su cuantificación en forma de una delimitada cantidad de efectivo (p. 37).

Pappas y Brigham (1984), Gitman (2003) y Weston, y Copeland (1988) coinciden en que el valor de una empresa equivale al valor presente de los flujos futuros de efectivo que se esperan de este durante un horizonte temporal, descontados con el uso de una tasa que considere el valor temporal del dinero y el

riesgo. Para Wirth (1999), la determinación del valor de una empresa en marcha implica considerarla como una inversión generadora de ganancias futuras, de manera que dicho valor debe calcularse con base en los flujos de efectivo futuros esperados.

Siguiendo a Wirth (1999), la determinación del valor de la empresa no es un cálculo exacto, sino una estimación que depende de factores de medición incierta, tales como los flujos de fondos futuros esperados, los diferentes escenarios que podrían presentarse, las probabilidades de ocurrencia de estos, el valor del dinero en el tiempo, la rentabilidad libre de riesgo y la estimación del riesgo de la respectiva actividad.

Como argumenta Medina (2011), el valor de una empresa depende de las expectativas de generación de fondos que las personas se hayan cifrado; en consecuencia, este valor es subjetivo porque representa las opiniones o criterios de determinadas personas. El valor significa la expresión monetaria del interés que un cierto agente económico tiene en una empresa y está determinado por la cuantía de los flujos de dinero que se espera obtener como resultado de la posesión de la empresa. Concluye Medina que:

...sólo tiene sentido en la valoración de empresas la estimación subjetiva del valor, ya que la estimación objetiva es imposible de alcanzar desde un punto de vista real. Este valor subjetivo puede variar entre las partes, por lo que el valor subjetivo del vendedor representa el valor mínimo de negociación y el valor subjetivo del comprador el valor máximo de negociación, utilizándose como punto de acuerdo un subrogado de valor: el precio (p. 37).

### EL VALOR RAZONABLE: LA APROXIMACIÓN DE LAS MEDICIONES CONTABLES A LOS VALORES ECONÓMICOS

La contabilidad tiene como propósito fundamental representar fielmente la realidad económica de las empresas mediante los estados financieros. El grado de fidelidad de las representaciones contables depende, en buena medida, del modelo de medición que se adopte para asignar valores a las partidas componentes de los estados financieros.

Durante muchos años, el costo histórico fue el principal modelo de medición contable (Gómez y Álvarez, 2013). De acuerdo con esto, los activos se miden por el importe de efectivo o su equivalente, y otras partidas pagadas, en tanto que los pasivos se contabilizan según el monto de los productos recibidos a cambio de incurrir en la deuda.

A raíz de importantes acontecimientos en la economía mundial, como las crisis inflacionarias de los años setenta, la globalización comercial y el mayor desarrollo de los mercados financieros, dicho modelo comenzó a ser objeto de críticas por su poca representatividad de la realidad de los negocios, debido a lo cual ha ido perdiendo relevancia en la normativa contable internacional, principalmente porque basa las mediciones contables en los importes acordados en transacciones realizadas en el pasado, información que puede perder vigencia ante la dinámica de los mercados en un mundo globalizado.

En respuesta a las críticas al modelo del costo histórico y a la búsqueda de mayor >>

>> aproximación a los valores prevalecientes en los mercados, a partir de los años noventa comenzó a adquirir presencia y relevancia el modelo del valor razonable. Su aceptación por los organismos emisores de normativa contable en el ámbito internacional ha crecido de manera notable en las últimas dos décadas y se ha ido incorporando paulatinamente en esa normativa hasta culminar, en el año 2011, con la emisión de la Norma Internacional de Información Financiera No. 13 (NIIF 13) *Medición del valor razonable* (IASB, 2011). Esta norma define el valor razonable como el precio que se recibiría por vender un activo, o que habría de pagarse por transferir un pasivo en una transacción acordada entre participantes de mercado en la fecha de la medición (IASB, 2011).

Mientras que, según el modelo del costo histórico, la medición de los activos y pasivos se efectúa mediante los importes acordados en transacciones del pasado, el modelo del valor razonable propone que esa medición se realice a partir de los precios que (hipotéticamente) serían recibidos o pagados en transacciones de mercado en la fecha de la medición. Los defensores del valor razonable argumentan que este proporciona información más relevante, al permitir mantener actualizado el valor de los activos y pasivos en el dinámico entorno del mundo globalizado, donde los requerimientos de información son en tiempo real.

De acuerdo con Gómez y Álvarez (2013), los estados financieros preparados sobre la base del valor razonable permiten lograr una mejor representación de la realidad de los negocios, al proporcionar mayor relevancia a la información financiera; en tanto que, para Fortis y García (2006), con el modelo del valor razonable se produce “el acercamiento del resultado contable al económico, lo que se considera una consecuencia positiva para un funcionamiento eficiente del mercado y para el uso de la información contable en la valoración de empresas” (p.24). Por otro lado, según Verón, Marcolini, Calvo y Pozzi (2011), se puede afirmar que la medición de activos con base en el valor razonable permite revelar más adecuadamente la capacidad generadora de valor que tienen las empresas.

El modelo del valor razonable también

es objeto de críticas. Se le atribuye que sus mediciones pueden prestarse para la influencia de subjetividades, principalmente cuando no se cuenta con mercados activos para establecer valores razonables en función de precios de venta. Gómez y Álvarez (2013) mencionan que una de las críticas a este modelo consiste en que la utilidad de sus mediciones no está demostrada y que están sujetas a manipulación. Como señalan González, Martínez y Requiterena (2010):

Junto con la globalización de los mercados y el nacimiento de los mercados de capitales, aparecieron otros interesados en la información de las empresas. Los estados contables no serían ya preparados sólo para fines internos sino como herramienta para la toma de decisiones. Por lo tanto la medición a costo histórico pierde relevancia, pues se necesita información que refleje la realidad del ente más allá de las transacciones realizadas en el pasado. Surge así otro criterio de medición denominado Valor Razonable que pretende reflejar “el valor hoy” de un activo o pasivo. Sin embargo, este criterio, a diferencia del costo histórico, está basado en transacciones hipotéticas o en técnicas para su determinación, por lo que contiene cierto grado de subjetividad (p. 48).

Independientemente de las fortalezas y debilidades del valor razonable, con este modelo se busca una mayor aproximación de los importes que se presentan en los estados financieros a los valores de mercado, lo cual propicia que la contabilidad adopte metodologías, enfoques y categorías analíticas propias de la teoría del valor de la empresa y de la disciplina de las finanzas.

## LA MEDICIÓN CONTABLE SEGÚN EL VALOR RAZONABLE

Según la NIIF 13 (IASB, 2011), el valor razonable es el precio que se recibiría por la venta de un activo o que se pagaría por la transferencia de un pasivo en una transacción ordenada en el mercado principal (o, en su defecto, en el mercado más ventajoso) en

la fecha de la medición, en condiciones de mercado presentes. Se trata de un precio *de salida* que puede ser observable de manera directa, o bien, puede estimarse por medio de otra técnica de valoración.

Una medición del valor razonable alude a un activo o un pasivo concreto. Por ello, al efectuar la medición, se deberá tener en cuenta las características del activo o pasivo, de la misma manera en que los participantes de mercado las tendrían al fijar el precio en la fecha de la medición. La NIIF 13 (IASB, 2011) dispone que la medición del valor razonable debe realizarse a partir de los supuestos que los participantes de mercado utilizarían para fijar el precio, asumiendo que estos actúan en su mejor interés económico.

Para la aplicación del modelo, esa norma distingue entre variables y técnicas. Las variables son los supuestos que los participantes de mercado utilizarían al establecer los precios para los activos o pasivos, incluyendo los relativos al riesgo; mientras que las técnicas consisten en los métodos y procedimientos específicos para calcular los valores razonables.

Las variables se dividen en observables y no observables. Las primeras son las que se han desarrollado mediante el uso de datos de mercado, como la información pública sobre los sucesos o transacciones reales. Las segundas son aquellas para las cuales no se cuenta con datos de mercado y han sido desarrolladas mediante la mejor información disponible sobre los supuestos en que los participantes de mercado se apoyarían al establecer los precios. Dicha norma privilegia el uso de las variables observables sobre las no observables.

Mediante las técnicas de valoración se determina el valor razonable. La NIIF 13 (IASB, 2011) menciona tres enfoques de valoración: el enfoque de mercado, el enfoque del costo y el enfoque del ingreso.

El enfoque de mercado utiliza los precios y otra información relevante generada por transacciones de mercado que involucran los activos y pasivos objeto de medición, o un grupo de activos y pasivos idénticos o comparables. El enfoque del costo muestra el monto que se requeriría para sustituir la capacidad de servicio de un activo (costo

de reposición corriente). Por su parte, el enfoque del ingreso convierte importes futuros de efectivo en un importe presente único descontado. La medición del valor razonable, según este enfoque, se determina sobre la base del valor indicado por las expectativas presentes de mercado sobre esos importes futuros.

Señala la NIIF 13 que una entidad puede utilizar las técnicas de valoración apropiadas en las circunstancias, y sobre las cuales existan datos suficientes disponibles para medir el valor razonable. Establece también que se debe maximizar el uso de variables observables y minimizar el uso de variables no observables. Esta norma implanta una jerarquía que ordena en tres niveles las variables que se emplean para determinar dicho valor, en la cual se otorga la prioridad más alta a los precios cotizados en mercados activos para activos y pasivos idénticos (Nivel 1), y la más baja a las variables no observables (Nivel 3). Esto se resume a continuación en el cuadro 1:

### LA MEDICIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN EL ENFOQUE DEL INGRESO

Según el enfoque del ingreso, el valor razonable se obtiene al calcular el valor presente de los importes futuros esperados de un activo o pasivo. Cuando se emplea esta técnica, según la NIIF 13, la medición del valor razonable refleja las expectativas del mercado sobre los importes futuros esperados. De esta manera, el valor razonable es el resultado de estimaciones y expectativas sobre el futuro, como sucede al efectuar cualquier valoración de activos, proyectos de inversión, acciones o empresas como un todo.

La medición del valor razonable, cuando se aplican técnicas de valor presente a partir de estimaciones sobre sucesos inciertos, es un hecho que reconoce la NIIF 13 (IASB, 2011) en su párrafo B-15, donde se expone que el uso de esas técnicas se realiza bajo condiciones de incertidumbre porque los flujos de efectivo utilizados son (el resultado de) estimaciones y porque, en muchos casos, los importes y la distribución temporal de esos flujos son inciertos.

Cuadro 1: Niveles de variables para determinar el valor razonable según NIIF 13

Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Son precios cotizados en mercados activos para activos o pasivos idénticos a los que la entidad puede acceder en la fecha de la medición.</li> </ul>	Son distintas de los precios cotizados. Incluyen: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Precios cotizados para activos o pasivos similares en mercado activos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Son variables no observables.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Proporcionan la evidencia más fiable del valor razonable y se utilizará sin ajuste para medir el valor razonable, cuando estén disponibles.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Precios cotizados para activos o pasivos idénticos o similares en mercados no activos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se utilizan para calcular el valor razonable cuando no estén disponibles variables observables relevantes.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es necesario determinar el mercado principal para el activo o pasivo, o, en su defecto, el mercado más ventajoso.</li> </ul>		Estas variables deben incorporar los supuestos que los participantes de mercado utilizarían al fijar los precios, incluyendo los referidos al riesgo.

Fuente: Elaboración propia, con base en la NIIF 13.

Según la guía de aplicación de esta norma, el cálculo del valor razonable a partir del enfoque del ingreso incluye los siguientes elementos:

- Una estimación de los flujos de efectivo futuros para el activo o pasivo.
- Expectativas sobre las posibles variaciones del importe y distribución temporal de los flujos de efectivo.
- El valor temporal del dinero, representado por la tasa libre de riesgo cuya fecha de vencimiento o duración sea concordante con el periodo cubierto por los flujos de efectivo.
- El precio de la incertidumbre inherente a los flujos de efectivo (prima de riesgo).
- Otros factores que los participantes del mercado tendrían en cuenta en esas circunstancias.
- Para un pasivo, el riesgo de incumplimiento relacionado, incluyendo el riesgo de crédito del deudor.

Según la NIIF 13 (IASB, 2011), estos componentes deben ser “captados” por las técnicas de valor presente desde la perspectiva de los participantes en el mercado en la fecha para la cual se realiza la medición. Para efectuar

estas estimaciones, dicha norma establece los siguientes principios generales:

- Los flujos de efectivo y las tasas de descuento deben fundamentarse en los supuestos que los participantes del mercado utilizarían al determinar el precio del activo o pasivo.
- Los supuestos sobre flujos de efectivo y tasas de descuento deben ser congruentes.
- Los flujos de efectivo y las tasas de descuento deben considerar únicamente los factores atribuibles al activo o pasivo objeto de medición.
- Las tasas de descuento que se utilicen deben apoyarse en supuestos congruentes con los empleados para estimar los flujos de efectivo.
- Los flujos de efectivo nominales (incluyen el efecto de la inflación) deben descontarse utilizando una tasa que incluya el efecto de la inflación.
- La tasa de interés libre de riesgo nominal incluye el efecto de la inflación.
- Los flujos de efectivo reales, que excluyen el efecto de la inflación, deben descontarse a una tasa que excluya el efecto de la inflación. >>

**Cuadro 2: Análisis comparativo por variable de las técnicas de ajuste a la tasa de descuento y del valor presente esperado, según el enfoque del ingreso establecido en la NIIF 13**

Variable	Técnica de ajuste a la tasa de descuento	Técnica del valor presente esperado
Flujos de efectivo	<p>Utiliza un conjunto único de flujos de efectivo a partir del rango de importes estimados posibles, ya sea flujos de efectivo más probables o contractuales.</p> <p>Utiliza flujos de efectivo contractuales o más probables, ajustados por el riesgo.</p>	<p>Parte de un conjunto de flujos de efectivo que representan el promedio ponderado de acuerdo con las probabilidades de ocurrencia de los flujos de efectivo futuros posibles.</p> <p><b>Método 1:</b> Utiliza los flujos de efectivo esperados ajustados por el riesgo (equivalentes de certeza).</p> <p><b>Método 2:</b> Utiliza flujos de efectivo esperados no ajustados por el riesgo.</p>
Tasa de descuento	Utiliza una tasa de descuento ajustada por el riesgo.	<p><b>Método 1:</b> Utiliza una tasa libre de riesgo (el ajuste por el riesgo se hace en los flujos de efectivo).</p> <p><b>Método 2:</b> Utiliza una tasa de descuento ajustada para incluir la prima de riesgo.</p>
Referente para determinar la tasa de descuento	Tasas de rendimiento observadas para activos o pasivos equivalentes que se negocian en el mercado.	<p><b>Método 1:</b> Tasas libres de riesgo (para el mismo plazo del activo o pasivo).</p> <p><b>Método 2:</b> Se utiliza una tasa estimada.</p> <p>Menciona el modelo de precios de activos de capital (CAPM).</p>
El ajuste por el riesgo	Se hace por medio de la tasa de descuento	<p><b>Método 1:</b> Se realiza en los flujos de efectivo directamente al expresarlos en términos de equivalentes de certeza. Por esto se utiliza la tasa libre de riesgo para descontarlos a valor presente.</p> <p><b>Método 2:</b> Se realiza en la tasa de descuento al incluirle una prima por riesgo.</p>
Tipo de riesgo por el cual se ajustan los flujos o la tasa de descuento	Riesgo sistemático.	Riesgo sistemático.

Fuente: Elaboración propia.

>> Para medir el valor razonable de acuerdo con el enfoque del ingreso, la NIIF 13 propone dos técnicas: la técnica de ajuste a la tasa de descuento y la técnica del valor presente esperado, para la cual, a su vez, se proponen dos métodos, identificados como 1 y 2 en el cuadro siguiente. Estas técnicas difieren en el tipo de flujo de efectivo que utilizan y en las técnicas de ajuste por el riesgo que aplican, como se resume en el cuadro 2:

### PERSPECTIVA CRÍTICA DEL ENFOQUE DEL INGRESO PARA ESTABLECER EL VALOR RAZONABLE

El empleo de la técnica del valor presente de los flujos de efectivo futuros, como base para la medición de los valores razonables, significa la adopción de la teoría de las finanzas y la instrumentación de la teoría del valor de la empresa en el campo contable.

Como apunta Wirth (1999) “La teoría contable y la teoría financiera sustentan, conjuntamente, una ‘teoría del valor de una empresa’ como surge del análisis del método de los flujos de fondos descontados” (p. 22). En forma coincidente, para Power (2010), el uso del valor razonable para las mediciones contables hace que la contabilidad se vuelva dependiente de la teoría de las finanzas y asevera que el modelo del valor razonable es la *contabilidad tratando de ser finanzas*.

Determinar valores razonables siguiendo el enfoque del ingreso es un proceso esencialmente subjetivo en el sentido que lo entiende Medina (2011), según se expuso anteriormente. Esto no cambia aún si se utilizan los supuestos y expectativas de los participantes en el mercado. Cuestiones como la determinación de los importes de los flujos de efectivo futuros, la selección de la tasa para descontar esos flujos y la construcción de escenarios futuros con las respectivas probabilidades de ocurrencia para calcular valores esperados, constituyen actos eminentemente subjetivos, al igual que decidir cuáles supuestos incorporan, apropiadamente, las expectativas de los participantes en el mercado.

La asignación de las probabilidades de ocurrencia a los distintos escenarios futuros que pudiesen formularse cuando se aplica la técnica del valor presente esperado es un asunto que llama la atención porque, aún cuando se diese la posibilidad de contar con amplia información sobre flujos de efectivo históricos para construir distribuciones de frecuencia y, con esto, extrapolar al futuro distribuciones de probabilidades de los flujos de efectivo esperados, no se puede garantizar que los flujos históricos sean siempre una base adecuada para estimar flujos futuros de efectivo.

Debe subrayarse el hecho de que los flujos de efectivo (método 1 de la técnica del flujo de efectivo esperado) o la tasa de descuento (método 2 de la misma técnica) incorporan ajustes únicamente por el riesgo sistemático de las inversiones, no así por el efecto del riesgo no sistemático<sup>1</sup>.

Esto no es circunstancial porque, para la aplicación del modelo del valor razonable, específicamente el enfoque del ingreso, la NIIF 13 parte de la hipótesis de que los agentes económicos operan en mercados perfectos y eficientes, en los cuales el riesgo relevante es el sistemático porque el riesgo no sistemático se puede reducir a niveles insignificantes mediante la eficiente diversificación de la cartera de inversiones. Según este enfoque, el *mercado* solamente otorga al inversionista un premio por afrontar el riesgo sistemático, como explican Ross, Westerfield y Jordan (2010):

El principio del riesgo sistemático establece que la recompensa por correr un riesgo depende sólo del riesgo sistemático de una inversión. La razón en que se funda el principio es clara: como resultado de que el riesgo no sistemático puede eliminarse casi sin costo (diversificando) no hay ninguna recompensa por correrlo. Dicho de otro modo, el mercado no premia riesgos que se corren de manera innecesaria. El principio del riesgo sistemático tiene una implicación muy importante: El rendimiento esperado

de un activo depende sólo del riesgo sistemático de ese activo” (p. 416).

La NIIF 13 (IASB, 2011) sigue al pie de la letra este principio porque, para ajustar la tasa de descuento por el efecto del riesgo, menciona, a manera de sugerencia, el Método de los Precios de los Activos de Capital, el cual establece que el rendimiento requerido sobre un activo se obtiene al sumarle a una tasa libre de riesgo, el producto de multiplicar el coeficiente beta –un indicador de riesgo sistemático– por el premio de riesgo (diferencia entre el rendimiento de mercado y la tasa libre de riesgo) (Ross, et al, 2010).

En efecto, la NIIF 13 (IASB, 2011), en su párrafo B-24, hace referencia a la teoría de cartera, la cual sostiene que, en un mercado en equilibrio, los participantes serán compensados sólo por soportar el riesgo sistemático. Tangencialmente, esta NIIF hace mención de los mercados que son ineficientes o que no están en equilibrio, para los que pueden estar disponibles otras formas de compensación, sin ahondar en mayores detalles.

## EL MODELO DEL VALOR RAZONABLE Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

Como se ha explicado, el valor razonable es un valor de mercado. Para medir el valor razonable, según NIIF 13 (IASB, 2011), se supone que las transacciones tienen lugar en el mercado principal del activo o pasivo, o en el mercado más ventajoso en ausencia del primero.

La medición de las partidas de los estados financieros con base en el valor razonable se apoya en un conjunto de supuestos sobre las condiciones de funcionamiento de los mercados. Acorde con Gómez (2004), este modelo se sustenta en axiomas que asumen un funcionamiento perfecto de los mercados, de tal manera que en ellos actúan agentes económicos racionales que buscan

maximizar sus beneficios, para lo cual disponen de información completa y pública, de manera que los precios son determinados por la interacción de la oferta y la demanda. Esto permite la asignación más eficiente de recursos en la economía y supone que el valor empresarial se manifiesta en las acciones comunes representativas de su propiedad.

Mencionan Silva y Azúa (2006) que la confiabilidad de los valores razonables depende de las condiciones de funcionamiento de los mercados en los que se determinan esos valores. Además, advierten que si el funcionamiento de los mercados es adecuado, el valor razonable proporciona información útil al emplear directamente precios de salida. Si, por el contrario, los mercados no funcionan correctamente, o no hay mercados activos, los valores razonables deben obtenerse por medio de la aplicación de otros procedimientos, en cuyo caso “se corre el riesgo de obtener un valor subjetivo que conlleve a que la información para tomar decisiones no sea confiable, ni esté libre de sesgos y, por lo tanto, no resulte útil a los usuarios” (p. 73).

Una condición deseable para la apropiada determinación del valor razonable es la presencia de mercados activos. Según la NIIF 13 (IASB, 2011), un mercado es activo cuando las transacciones ocurren con suficiente frecuencia y volumen para suministrar información de precios de manera continua. Según las NIC 36, 38 y 41 (IASB, 2011), en un mercado activo, los bienes y servicios intercambiados son homogéneos, se pueden encontrar en todo momento compradores o vendedores para un determinado bien, y los precios están disponibles para el público.

El supuesto de la existencia de mercados activos que funcionan de manera perfecta puede ser cuestionable por poco realista (Power, 2010), especialmente frente a la realidad de los países no desarrollados. Gómez y Álvarez (2013) advierten que el modelo del valor razonable es objeto de cuestionamiento por su falta de objetividad cuando no se está en presencia de mercados activos. >>

<sup>1</sup> En la teoría del portafolio, se entiende como riesgo sistemático el riesgo del mercado que afecta a todas las empresas y sectores de la economía y, por lo tanto, no puede ser eliminado por medio de la diversificación de la cartera. Por el contrario, el riesgo no sistemático es un riesgo específico o propio de una empresa o sector en particular que puede reducirse sustancialmente por medio de la diversificación del portafolio de inversiones.

## El contexto actual ha propiciado que el modelo de medición denominado *valor razonable*, con base en el cual se aspira a aproximar las representaciones contables a los valores de mercado, haya cobrado auge en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

>> Una cuestión crítica para la aplicación del enfoque del ingreso en países no desarrollados es que considera únicamente el riesgo sistemático para determinar la tasa de descuento de los flujos de efectivo esperados. Partiendo del supuesto de que los mercados son eficientes, se considera que el riesgo no sistemático es irrelevante porque los inversionistas pueden reducirlo al mínimo mediante una eficiente diversificación del portafolio. Esta condición podría no ser viable en mercados financieros no desarrollados, lo que obligaría a considerar tanto el riesgo sistemático como el no sistemático en el cálculo de la tasa de descuento apropiada para calcular el valor presente de esos flujos de efectivo.

Flórez (2008) señala que el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) para calcular dicha tasa, parte de supuestos que no se cumplen en las economías emergentes, debido a que estas se caracterizan por la insuficiente información histórica, los elevados costos de las transacciones, la iliquidez de los mercados de capitales y pocas firmas participantes, inversionistas cuyas carteras son poco o nada diversificadas y la alta volatilidad de los precios de las acciones.

En el mismo sentido, Hernández y Mora (2010) señalan que la aplicación práctica de dicho modelo se complica cuando:

... la estimación de retornos se refiere a activos riesgosos, como proyectos o empresas situados en economías emergentes como la costarricense, que se caracterizan por la presencia de pocas empresas emisoras en Bolsa, reducida capitalización bursátil, preponderancia de valoraciones y de negociaciones sector público, historias relativamente cortas e incipientes de sus mercados de capitales, así como pocos índices accionarios, que se encuentran sesgados y plagados de errores

estadísticos de estimación, no sólo por su corta vida, sino también por la presencia de pocas empresas dominantes y una mayor volatilidad (p.50).

La formulación de propuestas metodológicas para determinar la tasa de descuento ajustada por riesgo que resulte adecuada para empresas que operan en economías emergentes es un reto importante para la correcta aplicación del modelo del valor razonable, particularmente del enfoque del ingreso en estos contextos económicos.

### CONCLUSIONES

En el contexto de la globalización comercial y del mayor dinamismo de los mercados internacionales de capital, la teoría y la praxis contable experimentan una marcada tendencia hacia la medición de los importes por los cuales se presentan los activos y pasivos en los estados financieros de acuerdo con sus respectivos valores de mercado. Con ello, se aspira a representar, de manera más precisa, la realidad económica de las empresas para facilitar la toma de decisiones por parte de los inversionistas que actúan en los mercados financieros. En ese entorno debe dimensionarse la adopción del valor razonable como modelo de medición contable en las Normas Internacionales de Información Financiera.

En el esfuerzo por aproximar los valores contables a los valores económicos por la vía del modelo del valor razonable, se ha producido la vinculación del proceso de medición contable con la teoría neoclásica del valor y con la teoría del valor de la empresa, esto último mediante la aplicación de la técnica del valor presente de los flujos futuros de efectivo para la medición de activos y pasivos, como lo propone el enfoque del ingreso del modelo del valor razonable. Con esto, se ha producido también un mayor

acercamiento de la contabilidad a las finanzas, lo cual se evidencia en el creciente empleo, en la normativa contable, de metodologías, técnicas y categorías analíticas propias de las finanzas.

El enfoque del ingreso conduce a que la obtención de las cifras con que se presentan los activos y pasivos en los estados financieros sea similar a los procesos de valoración de empresas, activos y proyectos de inversión en el campo de las finanzas. A partir de aquí, la medición contable, incluyendo el reconocimiento de ganancias o pérdidas, resulta permeada por los efectos de las incertidumbres y márgenes de subjetividad inherentes a las estimaciones de flujos de efectivo, a la asignación de probabilidades de ocurrencia de estos flujos y a la selección de la mejor tasa de rendimiento, para expresarlos en términos de valores presentes.

Por los supuestos sobre los que descansa acerca del funcionamiento de los mercados, el modelo del valor razonable parece haber sido concebido para mercados desarrollados, característicos de las economías donde la propiedad y la administración de las empresas están separadas, y la propiedad de estas reside en las acciones que se transan en los mercados de capital. Esto dista de la realidad de los países no desarrollados, caracterizados por la presencia de mercados de capital incipientes y por la prevalencia de pequeñas y medianas empresas de carácter familiar, o incluso grandes empresas cuyas acciones e instrumentos de deuda no son transados en los mercados financieros.

Dadas las dificultades que entraña la implementación de este modelo en las economías no desarrolladas, la formulación de propuestas metodológicas para los procesos de medición de activos y pasivos en empresas costarricenses constituye un desafío para futuras investigaciones, particularmente si se considera que su aplicación será obligatoria para las empresas que adopten esas normas como marco para la prepa-



ración de su información financiera, condición relevante para su inserción en los mercados internacionales.

Esas propuestas se pueden organizar por partidas de los estados financieros, iniciando con aquellos elementos para los cuales se cuenta con mayor disponibilidad de precios actualizados de mercado, tales como los instrumentos financieros cotizados en mercados internacionales y, en menor grado, en los mercados financieros locales en lo referente a títulos de deuda, así como también para los activos biológicos cuyos productos se transan regularmente en mercados internacionales o en algunos mercados locales organizados.

Para determinar valores razonables de propiedades para inversión, puede resultar necesaria la aplicación del enfoque del ingreso. Ello requeriría estimar los flujos de efectivo esperados por concepto de arrendamientos durante la vida económica de estos bienes. Se presenta aquí el reto –mencionado antes– de seleccionar tasas de descuento adecuadas al entorno de un mercado no desarrollado, en las que se considere tanto el riesgo sistemático como el no sistemático de las inversiones, lo mismo que el riesgo país.

Surge la necesidad de investigar las posibilidades y las limitaciones que enfrentan las empresas costarricenses para implementar este modelo; para ello, inicialmente se podrían efectuar estudios exploratorios en grupos de empresas de diferentes sectores de la economía, tales como el bancario y financiero, el agrícola y el inmobiliario, así como estudios de casos de empresas que lo hayan implementado exitosamente. Los resultados de los estudios exploratorios se podrían complementar con juicios de expertos, en los que se incluyan académicos, profesionales que laboren en diferentes sectores, consultores en NIIF, auditores independientes y representantes del Colegio de Contadores Públicos, entre otros.

En el ámbito académico, además de la obligada incorporación de las NIIF en los planes y programas de estudio de las carreras de contaduría, se requerirá del abordaje de las finanzas de una manera más integrada con la disciplina contable, incluyendo –además de la modelación financiera– el empleo de metodologías que permitan la contextualización de los enfoques propuestos por diferentes autores a la realidad

de los mercados locales. Contadores públicos y profesionales de las finanzas tendrán que trabajar conjuntamente en la determinación de los valores razonables en las compañías, especialmente cuando se deba aplicar el enfoque del ingreso y se hará indispensable que los auditores cuenten con una sólida formación en el manejo de modelos financieros, tanto determinísticos como probabilísticos, para examinar los valores razonables que las compañías presenten en sus estados financieros.

### Referencias bibliográficas

Álvarez, H. (2009). La dicotomía valorativa en el modelo contable NIC-NIIF: una reflexión a la luz de la teoría económica del valor. *Revista Adversia*. (4), 61-93.

Cachanosky, J. (1994). Historia de las teorías del valor y del precio. I Parte. Instituto Universitario ESEADE. Disponible en: [http://www.eseade.edu.ar/files/Liberttas/25\\_4\\_Cachanosky.pdf](http://www.eseade.edu.ar/files/Liberttas/25_4_Cachanosky.pdf).

Flórez, L. (2008). Evolución de la teoría financiera en el siglo XX. *Revista Ecos de Economía*. (12), 145-168.

Fortis, I. y. García, I. (2006). *La contabilidad según valor razonable*. Nueva York. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Disponible en <http://www.cemla.org/pdf/acp/dp-0607-bde.pdf>.

Gitman, L. (2003). *Principios de Administración Financiera*. (p 559). México: Editorial Pearson.

Gómez, M. (2004). Una evaluación del enfoque de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) desde la teoría de la contabilidad y el control. *Innovar. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*. (24), 112-131.

Gómez, O. y Álvarez, R. (2013). Mediciones a valor razonable en la contabilidad financiera. *Revista Javeriana*. (14), 441-461.

González, A., Martínez, R. y Requiterena, T. (2010). *Impacto en los estados contables de la medición de cereales y oleaginosos en contextos de incertidumbre*. Tesis de Licenciatura. Universidad de la República, Montevideo.

Hernández, M y Mora, R. (2010). Diseño de un modelo de estimación de retornos para actividades de valoración en mercados emergentes. *Revista TEC Empresarial*. (4), 49-56.

International Accounting Standard Board (IASB). (2011). *Normas Internacionales de Información Financiera*. Londres: Fundación del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad.

Medina, A. (2011). Valor económico de la empresa: Alcances y consideraciones. *Revista Contabilidad y Negocios*, (6), 36-49.

Pappas, J.y Brigham, E. (1984). *Fundamentos de Economía y Administración*. México: Nueva Editorial Interamericana.

Power, M. (2010). Fair value: accounting, financial economics and the transformation of reliability. *Accounting and Business Research*. (40), 197-210.

Ross, S, Westerfield, R. y Jordan, B. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: Mc. Graw Hill.

Silva, B y Azúa, D.. (2006). Alcances sobre el concepto de valor razonable. *CAPIC Review*. (4), 61-74.

Suárez, J. (2011). *Criterios de valoración en contabilidad y su impacto sobre la representación de la realidad económica organizacional*. Centro de Investigaciones para el Desarrollo de la Universidad Nacional, Bogotá Disponible en: [http://www.fce.unal.edu.co/publicaciones/media/files/doc\\_suarez\\_fce\\_eacp\\_8.pdf](http://www.fce.unal.edu.co/publicaciones/media/files/doc_suarez_fce_eacp_8.pdf).

Verón, C, Marcolini, S., Calvo, A. y Pozzi, N. (2011). *La concepción de valor razonable y su aplicación en los activos biológicos a largo plazo*. Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas de la Escuela de Contabilidad de la Universidad Nacional de Rosario, Argentina. Disponible en: [http://www.fcecon.unr.edu.ar/web/sites/default/files/u16/Decimocuarta/Veron\\_Marcolini\\_La\\_concepcion\\_de\\_valor\\_razonable.pdf](http://www.fcecon.unr.edu.ar/web/sites/default/files/u16/Decimocuarta/Veron_Marcolini_La_concepcion_de_valor_razonable.pdf), (consultado el 28 de diciembre del 2013).

Weston, J. y Copeland, T. (1988). *Finanzas en Administración*. México: Editorial Mc. Graw Hill.

Wirth, M. (1999). *Posible contribución de la teoría contable para determinar el valor de una empresa*. Universidad de San Andrés, Buenos Aires. Disponible en <http://www.udes.edu.ar/files/img/Administracion/DTN07.PDF> 