

LOS CRITERIOS DE VALORACIÓN EN EL NUEVO PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD DE 2007: UNA EXPLICACIÓN SENCILLA Y ALGUNOS EJEMPLOS PRÁCTICOS

por Javier Santibáñez Grüber¹

Publicado en el *Boletín de Estudios Económicos*, nº 199, Abril, 2.010, págs. 105–126

INTRODUCCIÓN

El nuevo Plan General de Contabilidad, publicado en el Boletín Oficial del Estado en noviembre de 2007 (aunque de aplicación obligada en sus puntos más importantes para los grupos cotizados desde el año 2005) introduce una serie de reformas con respecto al Plan anterior (el de 1990), siempre con la idea de hacer los estados financieros de las empresas más comparables con los correspondientes a compañías que realizan sus actividades en otras áreas geográficas. Ello ha obligado a cambiar en muchos aspectos nuestra concepción más “latina” de la contabilidad, asumiendo conceptos más típicos de la Contabilidad anglosajona, mediante la incorporación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs)².

Entre otros cambios de importancia, que han sido ya objeto de análisis por distintos autores³, nos centraremos aquí en los relativos a la valoración de los diferentes componentes de las Cuentas anuales. Es cierto que uno de los criterios de valoración que aparece como novedad en

¹ Quiero agradecer a Fernando Gómez-Bezares y a José Ramón Egusquiza sus interesantes comentarios al texto original. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva del autor.

² Para una revisión de las razones que justificaban la necesidad del cambio, véase, por ejemplo, Martínez Churiaque (2003).

³ Véase Yebra y Rico (2003).

el nuevo Plan, el Valor razonable, ha sido objeto de multitud de estudios y comentarios⁴, en la medida en que parecía suponer una quiebra importante del principio de prudencia, con una larga tradición en nuestra concepción de la Contabilidad⁵. Como se ha ido viendo después, tanto en el campo “teórico” como en su aplicación práctica, no era tan fiero el león como lo pintaban: por un lado, el criterio de valoración aludido afecta a muy contados elementos de las Cuentas anuales; por otro, permite en realidad solventar incoherencias que estaban cometándose en la valoración de nuevos elementos patrimoniales, de utilización creciente (aunque tampoco demasiado extendida en la inmensa mayoría de las pequeñas y medianas empresas), como son los instrumentos de cobertura, entre otros.

Pero las novedades no se reducen únicamente al citado “Valor razonable”, sino que en realidad, se produce un cambio más profundo, tanto en la concepción, como en la importancia que se concede a todo el proceso de valoración. Con independencia de que el porcentaje de partidas al que afecten estos cambios sea grande o pequeño, la inclusión de un Marco conceptual en el que se dedica un espacio importante a la definición de los criterios, la incorporación de algunos nuevos, así como el significativamente mayor espacio concedido a la parte en la que se define la aplicación práctica de dichos criterios, pueden considerarse muestras de la mayor importancia aludida.

La estructura del artículo es la siguiente: en un primer apartado se realizará una breve presentación de los aspectos más importantes relacionados con el proceso de valoración desde la óptica de la Teoría financiera moderna; en él se aludirá de manera especial a la técnica defendida por los expertos como más adecuada para la valoración de activos en la mayoría de los casos, la valoración por descuento de flujos de caja, aunque también se hará referencia a otros métodos, como la valoración por comparables (donde podría incluirse la “Valoración por múltiplos”), la valoración mediante herramientas propias del “Análisis técnico”, o la utilización de la Teoría de opciones, aplicable de manera especial a un tipo concreto de activos (las opciones de compra o venta). En una segunda parte se presentarán los criterios de valoración propuestos en el Marco conceptual del Plan General de Contabilidad actualmente vigente (a partir de ahora PGC–2007), tratando de explicar de manera sencilla su significado; planteando, en los criterios que pueden considerarse más complejos, algunos ejemplos sencillos. Y terminaremos con un breve resumen de conclusiones.

UNA REFLEXIÓN GENERAL EN TORNO AL CONCEPTO DE VALOR

En su libro “Gestión de carteras”⁶, Gómez–Bezares establece una dicotomía entre los conceptos de “Valor intrínseco” y “Valor aceptado”. El primero es un concepto de valor que suele atribuirse a Williams (1938), aunque probablemente este autor se base en trabajos anteriores (como los de Fisher, entre otros). El concepto de Valor intrínseco (que algunos llaman

⁴ Véase, por ejemplo, González y Herreros (2003).

⁵ Puede consultarse Tua Pereda (2003).

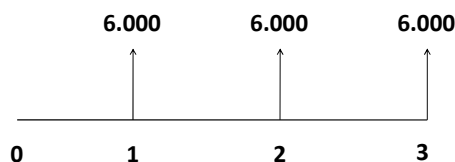
⁶ Gómez–Bezares (2006).

también “Precio objetivo”) es sencillo: un activo vale lo que es capaz de dar en el futuro. Financieramente, lo que un activo da son flujos de caja (lo que suele llamarse “free cash-flows”), y la existencia del concepto de “valor de dinero en el tiempo” (que podemos asociar de manera sencilla al tipo de interés) hace que los flujos situados en distintos momentos no puedan sumarse sin más, sino que deben ser “actualizados”, es decir, penalizados con el tipo de interés, tanto más cuanto más alejados estén en el tiempo.

Por otro lado, un aspecto fundamental a tener en cuenta es el riesgo de los flujos de caja, es decir, la variabilidad a que están sometidos, en la medida en que parece lógico pensar que los individuos se comportan en sus decisiones como “enemigos del riesgo” (ésta es al menos la hipótesis sobre la que están construidas las Finanzas modernas). Lo anterior significa que los flujos deberán ser “penalizados” también en función de su riesgo, exigiéndoles una rentabilidad superior a los flujos más arriesgados.

A la vista de todo lo anterior, el partidario del concepto de “Valor intrínseco” necesita dos cosas para valorar un activo: el “perfil de fondos” (que indica con flechas hacia arriba entradas en la tesorería de la empresa asociadas a dicho activo, y con flechas hacia abajo, en su caso, las salidas exigidas por el mismo); y el tipo de interés aplicable en la operación de “actualización” (también llamada “descuento”). En relación a los primeros, en ambientes de riesgo, los flujos estarán definidos en términos “esperados” (o de promedio); mientras que el tipo de descuento deberá ser siempre un coste de oportunidad, es decir, la rentabilidad de la mejor alternativa (de riesgo similar) a la que se renuncia para adquirir el activo, y que deberá incluir el tipo de interés sin riesgo (normalmente asimilado al rendimiento de la Renta fija del Estado) más una prima de riesgo, que dependerá de la variabilidad asociada a los flujos de fondos.

Veamos todo esto con un sencillo ejemplo. Supongamos que quiere valorarse un activo del que se esperan unos flujos de caja anuales de 6.000 euros durante tres años. Dado que la cifra indicada no es segura, sino que está sometida a posibles variaciones, se estima que la tasa de actualización adecuada es el 5% (lo que supone sumar al tipo de interés sin riesgo, el asociado, por ejemplo, a las Letras del Tesoro, un 1% actualmente, una prima de 4 puntos porcentuales). Podríamos representar gráficamente el comportamiento financiero del activo a valorar con su correspondiente “perfil de fondos”:



Y dado que se ha llegado a la conclusión de que la rentabilidad que podría obtenerse en una inversión alternativa de riesgo similar es de un 5%, el valor del activo es sencillo de calcular, ya que basta con aplicar la técnica de actualización a los datos presentados:

$$\text{Valor actual} = \frac{6.000}{1,05} + \frac{6.000}{1,05^2} + \frac{6.000}{1,05^3} = 16.339,49$$

La parte complicada de este proceso radica, evidentemente, en el cálculo de los flujos de caja (cuando éstos están sometidos a variabilidad), así como de la tasa aplicable en la operación de descuento. En relación con los primeros, existen técnicas que suelen englobarse dentro de lo que se conoce como “Análisis fundamental”, y que consisten en analizar la evolución previsible de todas las variables que afectan a la capacidad del activo de generar dichos flujos (y que por razones de extensión, superan los objetivos de este artículo). Y en lo relativo al cálculo del tipo de descuento, existen multitud de modelos, como el *Capital Asset Pricing Model* (más conocido por las siglas CAPM⁷) o el *Arbitrage Pricing Theory* (APT⁸), así como modelos multifactoriales⁹, entre los que podríamos considerar como más importantes¹⁰.

Frente a este concepto de Valor intrínseco, y tal como apuntábamos anteriormente, Gómez–Bezares (2006) sitúa el de “Valor aceptado”. Este concepto de valor asume que lo que vale un activo es simplemente el precio que alguien esté dispuesto a pagar por él... y ese precio puede tener una base “real”, como la que subyace al Valor intrínseco, o más bien meramente “psicológica”.

Como puede sospecharse, ambos conceptos no tendrían en realidad por qué estar reñidos, pudiendo entenderse, incluso, que el Valor aceptado coincide con el Valor intrínseco, si asumimos inexistencia de informaciones asimétricas, mercados eficientes y perfectos, etc. En cualquier caso, los que defienden el Valor aceptado como opuesto al Valor intrínseco manejan sus propias herramientas, como el Análisis técnico, que intenta aplicar la psicología de masas a los mercados de capitales, tratando de ayudar al usuario a adelantarse a los cambios que van a producirse en los precios de los títulos¹¹.

Aunque no es objeto de este artículo profundizar en todas estas técnicas, sí me parece importante plantear de entrada esta reflexión, ya que en la valoración de determinados activos, el PGC–2007 propone la utilización del “Valor razonable”. Y como veremos después, éste debe determinarse de maneras distintas, dependiendo del tipo de activo valorado, del mercado que exista para él, etc., y por tanto parece relevante plantear la posible dicotomía que puede darse en

⁷ El CAPM es un modelo que suele atribuirse fundamentalmente a Sharpe (1961, 1964 y 1976), y que se construye sobre la base de los trabajos e ideas de su maestro, Markowitz (1952 y 1959).

⁸ Ross (1976).

⁹ Particularmente interesante puede considerarse en este campo el artículo de Fama y French (1993), que da paso a otra serie de trabajos posteriores de los mismos autores.

¹⁰ Puede resultar de interés en este punto consultar Copeland, Koller y Murrin (1994), o algo más cercano en el tiempo y en el espacio, Gómez–Bezares y Santibáñez (1997). Para tener una idea de las primas de riesgo históricas en el mercado americano, véase Malkiel y Xu (1997), o más recientemente, Fama y French (2002).

¹¹ Véase, por ejemplo, Tvede (1993).

un momento concreto entre “valor” (entendido bajo la lógica del “Valor intrínseco”) y “precio” (lo que se paga por el activo en un momento dado).

Por otro lado, hay que indicar también que la clasificación anterior no pretende ser exhaustiva (ni excluyente). Existen otras formas alternativas para la valoración “mirando hacia el futuro” que no se apoyan en la técnica de “descuento de flujos de caja”. De entre ellas, resulta particularmente interesante el camino abierto a partir de la valoración de lo que se conoce como “instrumentos derivados”, y en particular, de las opciones. Efectivamente, Black y Scholes desarrollan a principios de los años setenta su *Option Pricing Model* (ó Modelo de valoración de opciones¹²), que pretende ser una herramienta útil para la valoración de las opciones de compra y venta, y que autores posteriores han tratado de generalizar, proponiendo su utilización en la valoración de activos no necesariamente financieros (lo que se ha llamado “valoración por opciones reales”)¹³. Esta técnica presentaría la ventaja de no necesitar de la estimación de la tasa de rentabilidad exigible al activo en función de su riesgo; aunque requiere la estimación de otros parámetros de dificultad no inferior a la del concepto anterior, por lo que su utilización es claramente menor en el ámbito de los activos reales (no ocurre así en el de los productos derivados a los que nos referíamos anteriormente).

Lo anterior puede tal vez enriquecerse con otra perspectiva adicional a la hora de valorar un activo: la “mirada” hacia el pasado, el presente o el futuro. La mirada hacia el pasado supondría valorar un activo en función de “lo que costó”, es decir, “lo que se pagó por él”; mirar al presente tendría más que ver con el concepto de Valor aceptado al que aludíamos anteriormente, es decir, estaría relacionado con el precio actual del activo (que como decíamos, no tiene por qué ser contradictorio con la mirada al futuro); y finalmente, la perspectiva de futuro, que tendría que ver con el que hemos presentado como “Valor intrínseco”, y que supone traer al presente lo que se espera del activo en ese futuro más o menos lejano.

A la vista de todo lo expuesto, los criterios de valoración del PGC–2007 pueden también clasificarse en alguno de estos tres “cajones”: así, el criterio de “Coste” o “Coste histórico” tendría que ver con la perspectiva de pasado (aunque la aplicación del principio de prudencia puede conectarlo con el presente si el valor de mercado fuera inferior); los conceptos de “Valor residual” y “Valor neto realizable” estarían en la línea del Valor aceptado, es decir, con la “mirada al presente”; mientras que el “Valor actual”, el “Valor en uso” y el “Coste amortizado” estarían relacionados con la mirada al futuro, es decir, con el concepto de “Valor intrínseco”. De más difícil clasificación sería el “Valor razonable”, que como hemos indicado en repetidas ocasiones, puede ser más coherente con el Valor intrínseco o con el Valor aceptado, dependiendo de la forma concreta en que se obtenga. Finalmente, el “Valor en libros” o “Valor neto contable” es compatible con cualquiera de los anteriores, en la medida en que se refiere simplemente a “lo que la Contabilidad dice que vale el activo en cuestión”.

¹² Black y Scholes (1973).

¹³ Véase, por ejemplo, Trigeorgis y Mason (1991) ó Kester (1993). Un buen resumen del “estado de la cuestión” en lo que se refiere a la valoración por opciones reales puede encontrarse en Mascareñas y otros (2004).

LOS CRITERIOS DE VALORACIÓN EN EL PGC–2007

En el Marco conceptual del nuevo PGC–2007 se recoge, entre otras ideas importantes (como los principios de Contabilidad que deben ser respetados a la hora de confeccionar la información contable de las empresas, conducente a la “imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa”; o los componentes de las Cuentas anuales, así como los criterios de reconocimiento de los mismos), una serie de criterios de valoración y definiciones relacionadas que se utilizarán posteriormente, en la parte segunda del plan, donde se indica con todo detalle la forma en que debe valorarse cualquier elemento que aparezca en las Cuentas anuales.

Como se ha indicado, ello constituye una diferencia importante con respecto al Plan anterior, en el que se daba un mucho menor protagonismo a este tema. Efectivamente, la parte primera del PGC–1990 recogía sólo los principios contables aplicables en la confección de la contabilidad, y la definición de los criterios de valoración se realizaba en la quinta parte del Plan (Normas de valoración), en la que sólo se hacía referencia a los conceptos de Precio de adquisición, Coste de producción y Valor venal, así como, naturalmente, a las correcciones valorativas a realizar, normalmente debidas al deterioro sistemático que sufren los activos inmovilizados (amortización), o a la aplicación del principio de prudencia; y todo ello en el propio contexto en que debían aplicarse dichos conceptos. Así, puede decirse que los principios de “Precio de adquisición” y de “Prudencia” actuaban como pilares fundamentales a la hora de valorar cualquier activo o pasivo de la empresa (salvo contadísimas excepciones).

De esta manera, un inmovilizado debía valorarse a lo que había costado (incluyendo los costes necesarios hasta su puesta en funcionamiento), corregido, en su caso, por las pérdidas de valor que por el uso, paso del tiempo u obsolescencia se fueran produciendo a lo largo de su vida útil; o a su precio de mercado, si éste fuera inferior. Idéntico criterio debía aplicarse en la valoración de las existencias, que debían valorarse al menor entre el precio de coste y el valor de mercado (utilizando el método del precio medio ponderado; u otros, como FIFO o LIFO, si hubiera razones que lo justificaran; y manteniendo el criterio utilizado, tanto en el tiempo como en lo relativo a otros activos de idéntica naturaleza, en aplicación del principio de uniformidad). Y lo mismo habría que decir en lo que se refiere a la valoración de los activos financieros, cuyo valor en Contabilidad a final de año debía nuevamente ser el menor entre el Precio de adquisición o el Valor de mercado (con algunas matizaciones relativas a los intereses y dividendos devengados y no vencidos, asociados a la propia naturaleza del activo a valorar). El único concepto en el que podía “traicionarse” el principio de prudencia, y por tanto, acercarnos a lo que ahora entendemos por “Valor razonable” era la tesorería en moneda extranjera, en cuya valoración era de aplicación el tipo de cambio de cierre del ejercicio, recogiendo la diferencia correspondiente, fuera positiva o negativa, en el resultado del propio ejercicio.

El nuevo Plan, tal como hemos indicado, amplía las posibilidades en cuanto a los criterios de valoración, y concede claramente una importancia mucho mayor a la definición de tales

conceptos, a los que dedica algunas páginas en el propio Marco conceptual, de lectura y comprensión imprescindibles para que la Parte segunda, relativa a los Criterios de valoración, sea realmente digerible. Recogeremos a continuación los distintos criterios, algunas de las definiciones dadas en el propio Marco conceptual, y una explicación más intuitiva y pretendidamente sencilla de los mismos, junto con un ejemplo de aplicación que trata de clarificar conceptos en aquellos casos que encierran una mayor complejidad.

1. Coste histórico o Coste

El “Coste histórico” puede identificarse con lo que en el Plan General de Contabilidad anterior (a partir de ahora, PGC–1990) se llamaba también “Precio de adquisición” o “Coste de producción”, dependiendo de que el activo se hubiera adquirido o fabricado con los medios de la propia empresa, respectivamente. En palabras sencillas, la aplicación de este criterio supone valorar el activo “a lo que ha costado”: el precio pagado por su adquisición (o recibido, en el caso de un pasivo), más todos los costes adicionales incurridos (pagados o no) necesarios para su puesta en funcionamiento; o el coste de los aprovisionamientos y los “costes directos” (los que resultan claramente imputables a la fabricación del activo, tales como la mano de obra directa), más la parte “razonablemente imputable” de los costes indirectos (siempre que sean necesarios y estén “claramente relacionados” con la fabricación del mismo y se hayan producido en el periodo de producción, tales como, por ejemplo, la parte que “razonablemente” corresponda del coste de la División de ingeniería).

Al igual que en el PGC–1990, es el criterio con mayor aplicabilidad en la inmensa mayoría de las empresas, que deben utilizarlo en la mayor parte de los activos y pasivos del balance (como los inmovilizados y las existencias, que supondrán una parte fundamental del activo de gran parte de ellas).

Evidentemente, este concepto debe siempre matizarse con las “correcciones valorativas”, que pueden referirse a la pérdida de valor sistemática que se produce en algunos activos inmovilizados, o a la que sufran por razones ajenas y que deban reconocerse en aplicación del principio de prudencia. Por ello, definiremos a continuación el criterio del “Valor en libros”.

2. Valor contable o en libros

“El valor contable o en libros es el importe neto por el que un activo o un pasivo se encuentra registrado en balance una vez deducida, en el caso de los activos, su amortización acumulada y cualquier corrección valorativa por deterioro acumulada que se haya registrado.”

Tal como indicábamos anteriormente, el Valor contable o en libros no es otra cosa que lo que mi Contabilidad dice que vale un activo (o un pasivo). Por tanto, éste es el criterio más general de todos los recogidos en el Marco conceptual, ya que puede conjugarse con cualquier otro: si un activo se valora a Valor razonable, éste será en ese momento el Valor contable o en libros

asociado a dicho activo; mientras que si es de aplicación el criterio del Coste histórico, será éste, deducidas las correcciones valorativas que correspondan, su Valor contable.

3. Valor actual

“El valor actual es el importe de los flujos de efectivo a recibir o pagar en el curso normal del negocio, según se trate de un activo o de un pasivo, respectivamente, actualizados a un tipo de descuento adecuado.”

Estamos ya ante un criterio, que no aparecía de manera explícita en el Plan anterior, y que puede considerarse como “eminente financiero”. Como puede verse en la definición presentada, el Valor actual de un activo puede entenderse como suma de los flujos de caja que la empresa obtendrá por el hecho de ser propietaria del mismo, actualizados al momento presente a una tasa convenientemente ajustada por el riesgo.

Efectivamente, la justificación de las Finanzas como algo separado del resto de la Economía es precisamente el hecho de que existe el concepto de “valor del dinero en el tiempo”, es decir, la constatación de que no es indiferente recibir (o pagar) una cantidad de dinero hoy o hacerlo dentro de un año; y ello exige que para tratar financieramente flujos de dinero situados en momentos distintos del tiempo sea necesario homogeneizarlos, trasladándolos al mismo momento mediante técnicas de actualización (trasladar “de adelante hacia atrás”) o capitalización (llevando los flujos “de atrás hacia adelante”); y el proceso de “mover” flujos de caja de un momento a otro debe realizarse a la tasa de interés habitualmente utilizada en el mercado para hacerlo, que es diferente para flujos de fondos “seguros” (aquellos sobre los que no existen dudas en cuanto a tiempo ni cantidad) y los flujos “con riesgo” (expresados en términos “esperados”, pero no seguros, incorporando por tanto alguna “variabilidad”). La Teoría financiera moderna parte de la hipótesis de que los individuos nos comportamos como “enemigos del riesgo”, lo que significa que el que asume dichos riesgos debe ser premiado por ello (y así parece ocurrir en el mundo real, al menos en el largo plazo¹⁴), y por tanto, el tipo de interés aplicable en las técnicas de actualización o capitalización deberá ser tanto más alto cuanto mayor sea la variabilidad asociada a los flujos.

Como puede verse, el Valor actual no es algo diferente al concepto de “Valor intrínseco” que definíamos en el apartado anterior, por lo que remitimos al lector interesado al ejemplo allí planteado.

4. Valor en uso

“El valor en uso de un activo o de una unidad generadora de efectivo es el valor actual de los flujos de efectivo futuros esperados, a través de su utilización en el curso normal del negocio y, en su caso, de su enajenación u otra forma de disposición, teniendo en cuenta su estado actual y actualizados a un tipo de interés de mercado sin riesgo, ajustado por los

¹⁴ Véanse, nuevamente, Malkiel y Xu (1997) y Fama y French (2002).

riesgos específicos del activo que no hayan ajustado las estimaciones de flujos de efectivo futuros.”

Como puede apreciarse, no es más que una variante del anterior (Valor actual), aplicado en este caso a un activo o una unidad generadora de efectivo, con algunas matizaciones. En concreto, es de aplicación para aquellos activos o unidades generadoras de efectivo “en el curso normal del negocio”, es decir, que se está asumiendo claramente que el Valor en uso de un activo puede ser distinto para una empresa que para otra, dependiendo de lo que aporte a cada una de ellas. Así pues, no se trata de un valor “intrínseco” asociado al activo, sino que considera lo que en términos de marginalidad aporta a la empresa.

Cabe reseñar también que los flujos de caja deben incorporar, como es lógico, el precio que pudiera obtenerse en su enajenación (o cualquier otra forma de disposición; lo que en el propio Marco conceptual se denomina “Valor residual”).

Por otro lado, explicita con más claridad que el tipo de descuento debe ajustarse “por los riesgos específicos del activo que no hayan ajustado las estimaciones de flujos de efectivo futuros”. Ello supone en la práctica mezclar los dos criterios clásicos de tratamiento del riesgo¹⁵. Efectivamente, los criterios clásicos de tratamiento del riesgo son:

– Ajuste del tipo de descuento:

Supone penalizar el valor de un activo a través del denominador, exigiendo una tasa de rentabilidad tanto más alta cuanto mayor sea el riesgo. Así, propone descontar (actualizar) los flujos de fondos “esperados” (calculados mediante la ponderación de los valores posibles por las probabilidades correspondientes) a un tipo “primado por el riesgo”. De esta manera, la penalización íntegra por el riesgo se realiza a través del denominador. Es totalmente coherente con el que hemos presentado en el Marco conceptual como “Valor intrínseco”.

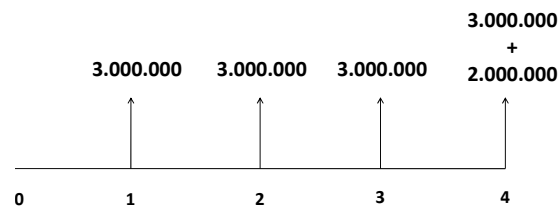
– Equivalente de certeza:

Supone realizar la penalización por el riesgo a través de los numeradores de la fórmula de actualización. Propone transformar los flujos de caja esperados en las cantidades “equivalentes ciertas”, es decir, los importes seguros por los que el individuo estaría dispuesto a cambiar los flujos esperados y sujetos a riesgo. Dado que los numeradores “es como si fueran seguros”, la tasa de descuento a utilizar aquí es el tipo de interés sin riesgo.

Como hemos dicho, el Valor en uso propone considerar en el denominador (el tipo de descuento) los riesgos que no se hayan ajustado en los numeradores. En este punto particular, lo aconsejable desde una perspectiva teórica sería elegir uno de los dos caminos (penalizar por el numerador o por el denominador), lo que evitaría que pudiera incurrirse en dobles penalizaciones. Veámoslo con un sencillo ejemplo, en el que se opta por la lógica del “Ajuste del tipo de descuento” (la implícita en el “Valor intrínseco”).

¹⁵ Que pueden encontrarse en algunos de los manuales clásicos de Finanzas, como Copeland y Weston (1988) o Gómez-Bezares (2009), entre otros.

Supongamos que tiene que valorarse una unidad generadora de efectivo de la que se esperan en los próximos cuatro años unos flujos de fondos anuales que pueden oscilar entre los 2 y los 4 millones de euros, con probabilidades que se han estimado en un 50%. Además, al término de los cuatro años, podría liquidarse por 2 millones adicionales. El tipo de interés sin riesgo es del 1%, y se estima que riesgos como los asociados a este activo se están retribuyendo con una prima de 6 puntos porcentuales en el mercado. El Valor en uso del activo se calcularía de la siguiente manera:



$$\text{Valor actual} = \frac{3.000.000}{1,07} + \frac{3.000.000}{1,07^2} + \frac{3.000.000}{1,07^3} + \frac{5.000.000}{1,07^4} = 11.687.424,19$$

5. Coste amortizado

“El coste amortizado de un instrumento financiero es el importe al que inicialmente fue valorado un activo financiero o un pasivo financiero, menos los reembolsos de principal que se hubieran producido, más o menos, según proceda, la parte imputada en la cuenta de pérdidas y ganancias, mediante la utilización del método del tipo de interés efectivo, de la diferencia entre el importe inicial y el valor de reembolso en el vencimiento y, para el caso de los activos financieros, menos cualquier reducción de valor por deterioro que hubiera sido reconocida, ya sea directamente como una disminución del importe del activo o mediante una cuenta correctora de su valor.”

El tipo de interés efectivo es el tipo de actualización que iguala el valor en libros de un instrumento financiero con los flujos de efectivo estimados a lo largo de la vida esperada del instrumento, a partir de sus condiciones contractuales y sin considerar las pérdidas por riesgo de crédito futuras; en su cálculo se incluirán las comisiones financieras que se carguen por adelantado en la concesión de financiación.”

En mi opinión, se trata con diferencia del criterio de valoración más complejo de los planteados, por lo que le dedicaremos algún tiempo adicional con respecto a los anteriores. Pero tal vez la forma más clara de ver los diferentes conceptos implicados sea planteando un ejemplo

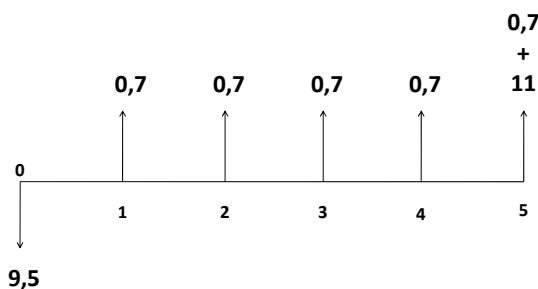
concreto que permita “tocar” dichos conceptos, mejor que razonar continuamente en abstracto. Supongamos que tenemos que valorar un bono que hemos adquirido de una empresa (es decir, un título de Renta fija emitido por la compañía correspondiente). Las condiciones de emisión son las siguientes: el bono tiene un valor nominal de 10 euros, y su propietario tiene el derecho de cobrar un cupón anual del 7% (sobre el nominal). La emisión se amortizará íntegramente al final del quinto año. Por otro lado, y para hacer más interesante la emisión, los bonos se colocan con una prima de emisión del 5% y se amortizan con una prima del 10%.

Lo primero que tenemos que hacer es calcular el perfil de fondos asociado al bono en cuestión:

$$\text{Precio a pagar} = \text{Nominal} - \text{Prima de emisión} = 10 - 0,05 \times 10 = 9,5$$

$$\text{Intereses anuales} = \text{Tipo de interés anual} \times \text{Nominal del bono} = 0,07 \times 10 = 0,7$$

$$\text{Valor de reintegro} = \text{Nominal} + \text{Prima amortización} = 10 + 0,1 \times 10 = 11$$



El tipo de interés efectivo “ i ” es la tasa que iguala, en valor actual, los flujos positivos y negativos asociados al bono:

$$9,5 = \frac{0,7}{1+i} + \frac{0,7}{(1+i)^2} + \frac{0,7}{(1+i)^3} + \frac{0,7}{(1+i)^4} + \frac{11,7}{(1+i)^5} \rightarrow i = 9,96\%$$

Una vez obtenido el tipo efectivo, el cálculo del Coste amortizado del bono es sencillo. Así, en el “momento cero” el bono vale lo que se ha pagado por él (lo que coincide con el “Valor actual” de lo que queda por cobrar de él, actualizado al tipo de interés efectivo). En el momento 1, el Coste amortizado debe considerar dos cosas: la “revalorización” producida por el paso del año, lo que representa un efecto positivo de cara al valor; y la reducción del mismo que tiene lugar por el cobro del cupón correspondiente:

$$\begin{aligned} \text{Coste amortizado (1)} &= \text{Coste amortizado (0)} \times (1 + i) - \text{Cobros (1)} = \\ &= 9,5 \times 1,0996 - 0,7 = 9,75 \end{aligned}$$

Puede comprobarse que, en realidad, el Coste amortizado no es otra cosa que la suma de los flujos de fondos que quedan por recibirse del activo, actualizados al tipo de interés efectivo:

$$\text{Coste amortizado (1)} = \frac{0,7}{1,0996^1} + \frac{0,7}{1,0996^2} + \frac{0,7}{1,0996^3} + \frac{11,7}{1,0996^4} = 9,75$$

De la misma forma:

$$\begin{aligned} \text{Coste amortizado (2)} &= \text{Coste amortizado (1)} \times (1 + i) - \text{Cobros (2)} = \\ &= 9,75 \times 1,0996 - 0,7 = 10,02 \end{aligned}$$

O lo que es lo mismo:

$$\text{Coste amortizado (2)} = \frac{0,7}{1,0996^1} + \frac{0,7}{1,0996^2} + \frac{11,7}{1,0996^3} = 10,02$$

Y así sucesivamente.

Como puede verse, el Coste amortizado, aplicable en la valoración de activos y pasivos financieros, no es otra cosa que el Valor actual de dicho activo o pasivo, pero a diferencia de dicho Valor actual, la tasa de descuento aplicable es el “tipo de interés efectivo”, es decir, la tasa que iguala, en valor actual, lo que el bono cuesta y lo que se espera de él (sin ajustar por posibles insolvencias, ya que este riesgo será precisamente uno de los elementos que justifiquen el propio valor del tipo efectivo). Y naturalmente, en el caso de activos financieros, este valor debe corregirse en la medida en que existan razones de peso para considerar minusvalías (aplicación del principio de prudencia).

Veámoslo con otro ejemplo. Supongamos que pedimos un préstamo por un importe nominal de 5 millones de euros, a devolver a partir del final del quinto año por cuartas partes hasta el final del octavo. El tipo de interés anual pactado es del 8% nominal, pagadero al final de cada año. Se nos aplica una comisión del 0,5% en el momento inicial, en concepto de costes de apertura y estudio.

El cálculo de los flujos de caja sería el siguiente:

	Principal vivo			Amortización	Flujo de
Año	inicial	Intereses	Comisiones	de principal	caja neto
0	5.000.000	0	25.000	0	4.975.000
1	5.000.000	400.000	0	0	-400.000
2	5.000.000	400.000	0	0	-400.000
3	5.000.000	400.000	0	0	-400.000
4	5.000.000	400.000	0	0	-400.000
5	5.000.000	400.000	0	1.250.000	-1.650.000
6	3.750.000	300.000	0	1.250.000	-1.550.000
7	2.500.000	200.000	0	1.250.000	-1.450.000
8	1.250.000	100.000	0	1.250.000	-1.350.000

El tipo de interés efectivo “i” se calcula igualando el valor actual de las entradas y salidas de tesorería asociadas al préstamo. En nuestro caso, dicha tasa es $i = 8,103\%$. Y aplicando la lógica anteriormente expuesta, el Coste amortizado por el que aparecería el préstamo en el pasivo al final de cada año sería el siguiente:

Año	Coste amortizado
0	4.975.000
1	4.978.102
2	4.981.455
3	4.985.080
4	4.988.998
5	3.743.234
6	2.496.532
7	1.248.814
8	0

El lector puede comprobar que, por ejemplo, el Coste amortizado del año 5 puede calcularse por los dos caminos indicados anteriormente:

$$\begin{aligned} \text{Coste amortizado (5)} &= \text{Coste amortizado (4)} \times (1 + i) - \text{Pagos (5)} = \\ &= 4.988.998 \times 1,08103 - 1.650.000 = 3.743.234 \end{aligned}$$

o:

$$\text{Coste amortizado (5)} = \frac{1.550.000}{1,08103} + \frac{1.450.000}{1,08103^2} + \frac{1.350.000}{1,08103^3} = 3.743.234$$

6. Valor razonable (o “Fair value”)

“Es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse en su enajenación. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.”

Lo anterior puede resumirse tal vez de una manera más sencilla: el Valor razonable es el precio al que dos personas (físicas o jurídicas) debidamente informadas y que realizan una transacción libre (no forzada por las circunstancias) intercambiarían un activo o cancelarían una deuda (y todo ello, sin considerar los costes que pudiera generar la operación de transmisión). Como puede adivinarse, este Valor razonable puede ser compatible y coincidir con muchos otros

criterios de valoración señalados anteriormente: así, por ejemplo, parece bastante sensato pensar que Valor razonable y Coste histórico coincidan (en la mayoría de los casos) en el momento de la adquisición; y que el Valor razonable asociado a un bono recién adquirido en el mercado coincida en el momento de la compra con su Coste amortizado; o que el Valor razonable de una acción de Telefónica (su valor de mercado) coincida en el momento de la compra con el Valor actual de los flujos que cabe esperar de dicho título, siempre que asumamos que el mercado valora con la lógica del Valor intrínseco presentada anteriormente.

A continuación, el propio Marco conceptual expresa cómo determinar o dónde encontrar el Valor razonable asociado a los diferentes activos, dependiendo de su naturaleza, y de que exista o no para ellos un mercado organizado.

En este sentido, la situación “ideal” en lo que se refiere a la determinación del Valor razonable sería aquella en la que existe un mercado activo en el que se negocia el bien a valorar; y para que el mercado pueda considerarse “activo”, el bien tiene que ser suficientemente abundante y reconocible, y tiene que haber un número suficiente de compradores y vendedores en cualquier momento del tiempo como para pensar que ninguno tiene poder para influir en el precio; además, tienen que darse las suficientes condiciones de transparencia informativa como para asegurar que todos los posibles compradores o vendedores de dicho bien disponen de la misma información. El cumplimiento de estas condiciones garantizaría que el precio observado en el mercado es la mejor referencia de Valor razonable, en la medida en que reflejaría la opinión de un número grande de agentes económicos, que actuarían con una información similar y en condiciones de “independencia mutua”. El ejemplo típico de lo anterior se refiere a la valoración de acciones cotizadas en mercados organizados: el Valor razonable de una acción de Telefónica a la fecha de escribir este artículo sería de 16,80 euros, su precio de cotización en el Mercado Continuo, al que tendría acceso cualquier comprador o vendedor de acciones de Telefónica, que podrían negociar sus títulos al precio indicado.

Sin embargo, hay ocasiones en las que no hay un mercado suficientemente “activo” en el que se negocie el bien en cuestión. En tales casos, el Marco conceptual establece otras líneas posibles. En concreto, se hace referencia a lo que en Teoría Financiera se llama “valoración por comparables”. La técnica consiste en valorar los activos tratando de buscar en el mercado transacciones referidas a bienes suficientemente parecidos a aquel que es objeto de estudio, utilizando dicho valor como referencia sobre la que realizar las matizaciones pertinentes. Un ejemplo de lo anterior sería la valoración por múltiplos, de entre los cuales, probablemente el más utilizado sea el PER (siglas que se corresponden en inglés con “Price–Earnings Ratio”, o “Relación entre el precio y el beneficio”). Así, si estamos tratando de valorar una empresa no cotizada en bolsa, y se ha producido recientemente la venta de otra compañía “X” que trabaja en el mismo sector, la valoración por múltiplos supondría que si la empresa “X” se ha vendido por una cifra equivalente a ocho veces el beneficio obtenido en el año anterior, la entidad objeto de estudio puede valorarse también por ocho veces su beneficio. Pero no es ésta la única alternativa. También se hace referencia a la posibilidad de utilizar técnicas de descuento de flujos de caja (que se corresponden con lo que hemos definido como “Valor intrínseco”, en el marco teórico de este artículo) o a modelos generalmente aceptados de valoración de opciones (como el modelo de Black y Scholes, también aludido en el marco teórico). Y en todo caso, debe contrastarse que

la metodología empleada sea consistente con la forma habitual de valorar en el mercado, optando lógicamente por aquellas técnicas que “acierten más”.

Finalmente, se dan algunas indicaciones relativas a la necesidad de “objetivar” en la medida de lo posible la valoración obtenida, utilizando al máximo información observable, y a que deberá contrastarse la efectividad de las técnicas utilizadas.

Para terminar, el Marco conceptual hace referencia a aquellos activos para los que no cabría encontrar transacciones comparables. En primer lugar, y aunque no puedan encontrarse operaciones similares en el mercado, la utilización de técnicas de valoración como las propuestas anteriormente se considera fiable cuando el riesgo (la variabilidad) entre los posibles valores no sea grande, o cuando, siéndolo, las probabilidades de esos posibles valores sean evaluables con ciertas garantías. Finalmente, cuando no haya forma de justificar un Valor razonable apoyado en cualquiera de las técnicas anteriores, deberá valorarse a Coste amortizado o Coste histórico, dependiendo de la naturaleza del activo (realizando las correcciones adicionales que correspondan).

7. Otros conceptos relacionados

Para terminar, sólo queda hacer referencia a otros conceptos relacionados e involucrados en el proceso de aplicación de los criterios anteriormente expuestos. Nos referiremos brevísimamente a ellos, comentando sólo aquellos que a nuestro juicio puedan requerir una mínima explicación.

7.1. Valor residual

El Valor residual es el precio que hoy podría obtenerse por un activo en las condiciones en las que se encontrará el objeto de valoración una vez haya terminado de ser utilizable para la empresa (bien porque haya transcurrido el tiempo en el que es económicamente útil; por haber alcanzado el número de unidades fabricadas que lo hace inservible; o por haber terminado el tiempo en el que legalmente era utilizable –activos revertibles al término de la concesión–).

7.2. Costes de venta

Los costes de venta son aquellos “directamente atribuibles a la operación de venta” en los que la empresa no hubiera incurrido sin la liquidación del activo (excluidos los gastos financieros e impuestos sobre beneficios; e incluyendo, por ejemplo, las comisiones de venta o los gastos notariales en los que fuera necesario incurrir para realizar la transferencia de la propiedad).

7.3. Valor neto realizable

Es el precio al que puede liquidarse un activo, deducidos los costes directamente relacionados con la operación de venta, así como los que es necesario realizar para que el activo sea “vendible” (en el caso de las materias primas).

7.4. Costes de transacción atribuibles a un activo o pasivo financiero

Son algo muy parecido a los “costes de venta”, pero imputables a la compra o venta de un activo o pasivo financiero. Son gastos “directamente atribuibles” a la operación de compra, venta o emisión, y en los que no se hubiera incurrido sin dicha operación. Se incluyen, por ejemplo, los corretajes y comisiones pagadas.

A MODO DE CONCLUSIÓN

En este artículo hemos revisado los distintos criterios de valoración planteados por el PGC–2007 en su Marco Conceptual, tratando de relacionarlos con los modernos planteamientos de valoración vigentes en la Teoría Financiera actual, y tratando de acercar los diferentes conceptos a aquellos “usuarios” menos familiarizados con los temas financieros.

Como hemos visto, el nuevo Plan introduce una mayor complejidad en lo relativo al proceso de valoración de las partidas que aparecen en los estados financieros, concediendo, por coherencia, un mayor espacio al tratamiento del tema. Todo ello constituye claramente una mejora, en la medida en que el enriquecimiento de las técnicas de valoración permite considerar de manera más adecuada la diferente naturaleza de los elementos a valorar, y nos acerca más que el PGC anterior al concepto de imagen fiel.

Aunque no ha sido objeto de análisis en este artículo, puede decirse además que el miedo que algunos podían tener en cuanto a la quiebra del principio de prudencia y a la entrada de una exagerada subjetividad en la valoración empresarial, parece infundado. Por un lado, porque la mayoría de las partidas con más peso en la generalidad de las empresas siguen valorándose a Coste histórico (matizado en el caso de los activos, por las correcciones valorativas pertinentes); y por otro, porque “cierra” razonablemente los criterios de valoración utilizables en el caso de que no sea de aplicación dicho criterio. Con todo, es cierto que el nuevo Plan introduce elementos de subjetividad, pero siempre con la intención de avanzar en la “relevancia” (entendida como utilidad para la toma de decisiones) y la “comparabilidad” que deben regir la información contable.

BIBLIOGRAFÍA

- BLACK, F. y SCHOLLES, M. (1973): “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy*, Mayo–Junio, págs. 637–654.
- COPELAND, T., T. KOLLER y J. MURRIN (1994): *Valuation, measuring and managing the value of companies*, Wiley, Nueva York, 2ª edición.
- COPELAND, T.E. y J.F. WESTON (1988): *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison–Wesley, Reading, Massachusetts, 3ª edición.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (1993): “Common risk factors in the returns of stock and bonds”, *Journal of Financial Economics*, 33, Febrero, págs. 3–56.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2002): “The Equity Premium”, *Journal of Finance*, vol. LVII, no. 2, págs. 637–659.
- GÓMEZ–BEZARES, F. (2006): *Gestión de carteras*, Desclée de Brouwer, Bilbao, 3ª edición.
- GÓMEZ–BEZARES, F. (2009): *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao, 10ª edición.
- GÓMEZ–BEZARES, F. y J. SANTIBÁÑEZ (1997): “Cálculo y gestión del valor de la empresa”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 162, págs. 429–457.
- GONZÁLEZ, I.J. y J. HERREROS (2003): “Valor razonable: situación del debate internacional”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 178, Vol. LVIII, Abril, págs. 75–97.
- KESTER, W. (1993): “Turning growth options into real assets”, en Aggarwal, ed., *Capital budgeting under uncertainty*, Prentice–Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, cap. 12.
- MALKIEL, B.G. y Y. XU (1997): “Risk and return revisited”, *Journal of Portfolio Management*, primavera, págs. 9–14. Publicado también con el título “Revisión de la relación rentabilidad–riesgo” en *Análisis Financiero*, nº 78, segundo cuatrimestre de 1999, págs. 44–50.
- MARKOWITZ, H. (1952): “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Marzo, págs. 77–91.
- MARKOWITZ, H. (1959): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Wiley, Nueva York.
- MARTÍNEZ CHURIAQUE, I. (2003): “Razones para la armonización contable europea e internacional”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 178, Vol. LVIII, Abril, págs. 5–24.

- MASCAREÑAS, J., P. LAMOTHE, F.J. LÓPEZ LUBIÁN y W. de LUNA (2004): *Opciones reales y valoración de activos*, Pearson Educación, Madrid.
- PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD (1990), *Real Decreto 1643/1990*, de 20 de diciembre.
- PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD (2007), *Boletín Oficial del Estado de 20 de noviembre*, Suplemento del número 278.
- ROSS, S.A. (1976): “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of Economic Theory*, Diciembre, págs. 341–360.
- SHARPE, W. (1961): “Portfolio analysis based on a simplified model of the relationships among securities”, *Ph.D. dissertation*, University of California at Los Angeles.
- SHARPE, W. (1964): “Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *Journal of Finance*, Septiembre, págs. 425–442.
- SHARPE, W. (1976): *Teoría de cartera y del Mercado de capitales*, Deusto, Bilbao.
- TRIGEORGIS, L. y S. MASON (1991): “Valoración de la flexibilidad futura en las decisiones de inversión”, *Análisis Financiero*, nº 54, págs. 56–64.
- TUA PEREDA, J. (2003): “El Marco conceptual y el principio de prudencia. Algunas diferencias de fondo con las Normas Internacionales”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 178, Vol. LVIII, Abril, págs. 99–118.
- TVEDE, L. (1993): *Psicología del mercado bursátil. Cómo adelantarse a los demás*, Ediciones Deusto, Bilbao, 2ª edición.
- YEBRA, R.O. y RICO, E. (2003): “Impacto en las cuentas anuales de la adopción de la normativa contable internacional”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 178, Vol. LVIII, Abril, págs. 119–146.
- WILLIAMS, J.B. (1938): *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge.