

El valor razonable, la eficiencia y la ineficiencia del mercado. El caso de Colombia en la perspectiva de la ley 1314 de 2009

*Hárold Álvarez Álvarez
Juan Sebastián Álvarez Yepes*

Resumen Abstract

Este artículo se orienta a realizar un análisis del concepto de eficiencia del mercado, sus técnicas de medición y su relación con el criterio del valor justo de mercado o valor razonable aplicado en el modelo de contabilidad internacional agenciado por el IASB, tanto en los escenarios bursátiles como en los mercados de bienes y servicios; y a reflexionar sobre la pertinencia o inconveniencia de la adopción de tal modelo contable como base regulatoria para Colombia.

This paper aims at an analysis of the concept of market efficiency, its measurement techniques and its relationship with the criterion of market fair value or reasonable value applied to the model of international accounting sponsored by the IASB, both in the stock market scenario and in the goods and services market scenario. It also invites to a reflection on the convenience or inconvenience of adopting such an Accounting model as a regulatory foundation in Colombia.

Palabras clave Key words

Eficiencia del mercado, valor justo del mercado, modelo de contabilidad internacional, mercados bursátiles y mercados de bienes y servicios.

Market efficiency, market fair value, international accounting model, stock market, goods and services market.

Primera versión recibida en julio de 2010 - Versión final aceptada en septiembre de 2010

Artículo derivado del proyecto de investigación “*Esquema regulatorio para pequeñas y medianas empresas (pymes) de Colombia*”, del Grupo de Teoría Contable de la Universidad de Manizales.

1. Introducción

a) Presentación y objetivo

Presentación

El interés institucional y corporativo alrededor del tema de la internacionalización de un modelo contable que sirva como herramienta base para la toma de las decisiones de índole financiera no es reciente. Sus prolegómenos datan de la década de los setentas del siglo pasado. Pero la preocupación para disponer de una plataforma financiera y contable reconocida y aceptada en el entorno mundial, con el soporte técnico capaz de reforzar el sistema financiero internacional, hoy en crisis, ha exacerbado los ánimos de los organismos orbitales, tales como la ONU o el G20, entre otros.

En la conferencia de la ONU de Junio de 2009 en Tlaxcala, México, en la que se abordaron los problemas relativos a la crisis financiera mundial, los Estados Miembros destacaron la importancia de reforzar el sistema financiero internacional para superar las graves repercusiones de la crisis actual y contribuir a prevenir similares situaciones en el futuro. En igual sentido, se pronunció la reunión del G20, grupo que en su declaración del 9 de abril de 2009 abogó por un mejoramiento sustancial de las normas contables internacionales, en el sentido de reducir su complejidad y mejorar su orientación a la protección de riesgos de la firma frente a las incertidumbres originadas en la valoración financiera.

Hoy, la tendencia de instaurar un régimen contable de cobertura mundial está en boga. Los denominados organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización Mundial de Comercio, y los ya mencionados ONU y G20, como muchos otros de igual o menor cobertura, están impulsando el desarrollo y adopción de un conjunto regulatorio contable que apunte a solucionar parte de los problemas que están causando las periódicas crisis en los ámbitos financieros de todo el orbe.

La Unión Europea, a partir de 2005, adoptó para las corporaciones pertenecientes a grupos empresariales y cotizantes en bolsa, el modelo contable emitido por el IASB, por sus siglas en inglés (Internacional Accounting Standards Board), cuya característica fundamental es la adopción del denominado “valor justo de mercado” para la valoración de los activos y pasivos financieros y de algunos otros no financieros. En igual o parecido sentido se han pronunciado más de cien países. Así que el proceso de adopción o de adaptación de esta orientación regulatoria está en marcha en el entorno mundial.

Por su parte, Colombia, desde la década pasada, viene adaptando la normativa internacional contable y de gestión para el sector financiero, como

lo atestiguan los planes de cuentas y los contenidos normativos de la regulación financiera nacional, entre las que se pueden mencionar: el Decreto 2336-95; las Resoluciones 1200-95, 033 y 037-2002 de la Superintendencia Bancaria y la Resolución 497 de 2003 de la Superintendencia de Valores, que prescribió el Plan Único de Cuentas para sus vigiladas. En todas estas disposiciones se puede comprobar que la orientación de la valoración contable al “valor justo de mercado” de los instrumentos financieros, es ya una práctica aceptada en nuestro país.

Es pertinente anotar que Colombia, a partir de los contenidos de la Ley 1314 de 2009, está caminando en una ruta de acercamiento al modelo regulatorio internacional emitido por el IASB (Consejo de Estándares de Contabilidad Internacional), a partir del cronograma establecido en esta norma; lo que nos permite prever que a partir del año 2014 el país contará con un nuevo entramado regulatorio, cercano o equivalente al modelo IASB, aplicable al sector privado de la economía colombiana.

Objetivo

Este artículo se orienta a realizar un análisis del concepto de eficiencia del mercado, sus técnicas de medición y su relación con el criterio del valor justo de mercado o valor razonable aplicado en el modelo de contabilidad internacional agenciado por el IASB, tanto en los escenarios bursátiles como en los mercados de bienes y servicios; y a reflexionar sobre la pertinencia o inconveniencia de la adopción de tal modelo contable como base regulatoria para Colombia.

Entre otros aspectos, motiva esta reflexión, el ánimo de proponer un debate entre los profesionales financieros, economistas, contadores y administradores, alrededor de los procesos metodológicos aplicados en la valoración de las transacciones, tanto bursátiles como mercantiles, cuando se realizan al valor de mercado (valor razonable), sin que las transacciones hayan cerrado su ciclo, es decir, anticipando su resultado. Así mismo, debatir sobre los efectos en diversos aspectos relacionados, como en la valoración adecuada de los activos, pasivos, patrimonio y resultados, en el mantenimiento del patrimonio tanto del inversionista como institucional, o las consecuencias de estos procedimientos en la información emitida por las empresas, con destino a los mercados y a otros usuarios, y ratificada por revisores fiscales, auditores y contadores.

Finalmente, proponer una discusión académica frente a la responsabilidad de los profesionales contables, que deben proceder de la manera más idónea y técnica frente a los nuevos retos regulatorios, pero también, en ocasiones de conflicto, deben responder jurídicamente, cuando por inexactitudes o valoraciones erróneas surjan perjuicios para los actores involucrados.

b) El modelo contable internacional IASB

Los desarrollos de la contabilidad en la perspectiva de servir de soporte a los procesos de información de las corporaciones empresariales en el plano internacional comienzan a formularse en la década de los 70's, cuando bajo la tutela del IASC, por sus siglas en inglés (Internacional Accounting Standards Committee), lo que en español significa Comité de Estándares de Contabilidad Internacional, antecesor del actual IASB (Consejo de Estándares de Contabilidad Internacional), se inicia tímidamente el proceso de emisión regulatoria, hoy en plena actividad.

Por lo menos tres etapas se diferencian en el camino seguido por esta corriente de regulación contable. Una primera etapa, desde 1973 a 1988, destinada a la formulación de los primeros intentos normativos contables con aspiración de validez internacional, caracterizada por su amplia flexibilidad y contenido general. La segunda, desde 1989 a 2000, reconocida por la emisión del marco conceptual, aún vigente y próximo a ser reformulado, que pretende orientar el proceso regulatorio bajo criterios hipotético deductivos, hacia una perspectiva de información menos flexible, dirigida a informar más desde el objetivo del mantenimiento del patrimonio empresarial corporativo, que desde los intereses del sector financiero internacional. La tercera, desde 2001, año en que surge el IASB, hasta nuestros días, se caracteriza por ser una etapa de reorientación profunda hacia la información como soporte de las decisiones de los inversionistas en los mercados financieros bursátiles.

El modelo contable emitido por el IASB, a raíz de la mencionada reorientación, ha recibido de manera constante, en la última década, importantes manifestaciones de respaldo por parte de diversos organismos de carácter internacional, como IOSCO, por sus siglas en inglés (Internacional Organization of Securities Exchange Commission), FASB, por sus siglas en inglés (Financial Accounting Standards Board) de EEUU, SEC, por sus siglas en inglés (Securities Exchange Commission) de EEUU, BM (Banco Mundial), FMI (Fondo Monetario Internacional), Acuerdo de Basilea, Unión Europea, ONU, entre otros, que lo han posicionado como el modelo contable internacional por excelencia. En la actualidad más de 100 países, entre ellos los pertenecientes a la Unión Europea, lo aceptan como soporte de la información corporativa, sobre todo en los casos relacionados con información destinada a bolsas de valores, emitida por entidades que pertenecen a grupos empresariales y tienen inscritos sus títulos en los mercados financieros.

El modelo contable emitido por IASB está formulado actualmente con fundamento en una hipótesis principal: *la eficiencia del mercado como soporte de la valoración de los hechos económicos que dan origen a las cifras financieras que conforman los estados contables*. De aquí se deriva

el criterio valorativo fundamental del modelo, denominado valor razonable, que aunque no es la única base valorativa, es la que más presencia tiene en el modelo y a la que tiende todo el entramado tecnológico-regulatorio formulado por el IASB.

Por tanto, al ser el valor razonable el soporte valorativo de múltiples operaciones económicas, particularmente de las operaciones realizadas con instrumentos financieros en los mercados bursátiles y al ser el modelo contable emitido por el IASB el posible soporte regulatorio que oriente la información contable en Colombia, a raíz de la emisión de la Ley 1314-09, es pertinente escudriñar teórica y prácticamente los orígenes del valor razonable, sus posibles relaciones con los mercados eficientes y la factibilidad de su aplicación en las operaciones transaccionales en general y, especialmente, la experiencia vivida en la última década en las operaciones bursátiles del entorno colombiano.

El modelo contable IASB consta de dos componentes o niveles, primero, el modelo pleno, dirigido a entidades denominadas de interés público, por su vinculación a los mercados financieros; el segundo, dirigido a fundamentar la información contable de las empresas denominadas PyMes. El primer nivel está constituido por dos clases de normas o estándares. Las formuladas antes de 2001 denominadas NIC's (Normas Internacionales de Contabilidad), de las cuales están vigentes 29, de 41 emitidas¹; y las promulgadas a partir del 2001, denominadas NIIF's (Normas Internacionales de Información Financiera), de las que se han aprobado 9². Complementan este nivel las respectivas interpretaciones emitidas para cada una de las dos clases de normas o estándares. El segundo nivel está constituido por tres estándares que son una síntesis del contenido del primer nivel; uno dirigido a los fundamentos, otro al desarrollo normativo y uno tercero, a los estados de información y revelación financiera. Estos estándares orientados a las PyMes fueron aprobados a mediados del 2009.

El entramado regulatorio del IASB está parcialmente sustentado en la teoría neoclásica del valor de mercado de los productos, bienes y servicios, determinado por la demanda. Aunque en algunos casos también se acepta como base de valoración alternativa la del costo de producción, metodología originada en la interpretación clásica económica del valor, que reconoce la contribución de los diferentes factores productivos, la orientación hacia el valor de mercado es dominante y está justificada en tanto se considera que la principal información derivada de la contabilidad y divulgada a través de los Estados Financieros, está dirigida a usuarios externos vinculados a los mercados financieros, escenario éste donde se transan los instrumentos

1 Las denominadas NIC's están siendo reemplazadas de forma paulatina por las NIIF's.

2 La NIIF 9, que reemplazará la NIC 39, sobre Instrumentos Financieros, Reconocimiento y Medición, fue emitida por IASB a finales de 2010.

de renta variable y renta fija (divisas, tasas, índices, acciones, derivados, bonos, TES, etc.), generalmente originados en las corporaciones, y cuyo valor depende, en gran medida, de los resultados financieros corporativos, cuyos datos se ven reflejados en los mencionados estados.

En tales escenarios, según el IASB, la información basada en el costo de producción es inútil, por lo que los usuarios deben aplicar procesos adicionales de conversión a los datos financieros empresariales, lo que incrementa los costos de transacción. La información calculada al valor de mercado, denominada “valor razonable”, constituye, entonces, una respuesta positiva a las necesidades de la incremental actividad de los mercados, específicamente de los bursátiles.

c) El valor razonable y sus derivaciones o sustitutos en el modelo IASB

El término valor razonable en contabilidad es de origen reciente. Así mismo, en el modelo contable del IASB no aparece en su formulación primera, en los años 70's, ni definido en su marco conceptual en 1989 (IASCF 2009).

El valor razonable es una revisión del criterio denominado valor de mercado. El valor de mercado se formula como una de las cuatro bases valorativas del modelo en el marco conceptual, pero no se lo denomina valor razonable sino valor realizable o de liquidación. Se lo define así: *Los activos se llevan contablemente por el importe de efectivo y otras partidas equivalentes al efectivo, que podrían ser obtenidos en el momento presente por la venta no forzada de los mismos. Los pasivos se llevan por sus valores de liquidación, esto es, los importes sin descontar de efectivo u otros equivalentes al efectivo, que se espera puedan satisfacer las deudas, en el curso normal de la operación* (IASCF 2009). Las otras tres formas de valoración contempladas en el marco conceptual son el costo histórico, el costo corriente o de reposición y el valor presente neto.

Como se anotó arriba, aunque se menciona el valor razonable en versiones normativas en la década de los 80's, su desarrollo es posterior. Aparece de manera formal en los años 90. En la versión actual del modelo contable emitido por el IASB el valor razonable tiene diversas acepciones. El criterio más recurrente es: *valor razonable es el precio por el que podría ser intercambiado un activo, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua*³. Esta interpretación del valor razonable fue acogida como valor justo en la Resolución 497 de 2003 de la Superintendencia de Valores de Colombia, que emitió el Plan de Cuentas aplicable a sus vigiladas. Complementariamente se encuentran aclaraciones como la siguiente: *el valor razonable excluye específicamente un precio estimado incrementado o rebajado por plazos o circunstancias especiales tales como financiación atípica, acuerdos de venta con arrendamiento financiero*

³ En buena parte de los estándares vigentes puede encontrarse esta definición.

posterior, contrapartidas especiales o rebajas concedidas por alguien relacionado de alguna manera con la venta (IASCF 2009, NIC 40).

El valor razonable, como se ha advertido, paulatinamente se va constituyendo en la orientación valorativa más importante. En algunos casos se hace referencia a ciertos requisitos que deberían cumplirse para considerar que tal valor establecido en una transacción se puede considerar como razonable. En ciertos apartes normativos, como en la NIC 36, se requiere, para el ámbito de la transacción, la presencia de un mercado activo, aspecto abordado más adelante. Cuando tales circunstancias no se presentan, algunas normas consideran ciertas alternativas sustitutas del valor razonable.

Dentro de tales sustitutos aparece el valor revaluado, como una derivación del valor razonable, definido como: *el valor razonable del activo en el momento de la revaluación, menos la depreciación acumulada y el importe acumulado de las pérdidas por deterioro de valor (IASCF 2009, NIC 16).*

Esta forma de asignación de precios está contenida en diversos estándares, tales como las NIC's 16 y 38, y NIIF 6.

En otras ocasiones, como en la NICs 36, se recurre al valor de uso, valor específico o valor presente neto, definido como *el valor presente de los flujos futuros de efectivo estimados que se espera obtener de un activo o unidad generadora de efectivo (IASCF 2009, NIC 36).*

Otra base valorativa, cercana a la del valor en uso o presente es la del costo amortizado (IASCF 2009, Glosario), de aplicación a los activos y pasivos financieros (ver NIC 39, párrafo 9, y NIIF 9, párrafo 5.2.2), que consiste en establecer el valor al que fue medido el activo o el pasivo financiero, menos los reembolsos del principal, más o menos, la imputación gradual acumulada de cualquier diferencia existente entre el valor inicial y el valor de reembolso al vencimiento y, para los activos financieros, menos la pérdida de valor por deterioro o improbable recuperación.

De forma complementaria a la base del costo amortizado se establece la tasa de interés efectiva, como *el método de cálculo del costo amortizado de un activo o un pasivo financiero, y de imputación del ingreso o gasto financiero a lo largo del periodo relevante. La tasa de interés efectiva es la tasa de descuento que iguala exactamente los flujos de efectivo por cobrar o por pagar estimados a lo largo de la vida esperada del instrumento financiero (o, cuando sea adecuado, en un periodo más corto) con el importe neto en libros del activo o pasivo financiero. Para calcular la tasa de interés efectiva, una entidad estimará los flujos de efectivo teniendo en cuenta todas las condiciones contractuales del instrumento financiero (por ejemplo, pagos anticipados, rescates y opciones de compra o similares), pero no tendrá en cuenta las pérdidas crediticias futuras. El cálculo incluirá todas las comisiones y puntos de interés pagados o recibidos por las partes del contrato, que integren la tasa de interés efectiva (ver la NIC 18 Ingresos de Actividades Ordina-*

rias), así como los costos de transacción y cualquier otra prima o descuento. Se presume que los flujos de efectivo y la vida esperada de un grupo de instrumentos financieros similares pueden ser estimados con fiabilidad. Sin embargo, en aquellos raros casos en que esos flujos de efectivo o la vida esperada de un instrumento financiero (o de un grupo de instrumentos financieros) no puedan ser estimados con fiabilidad, la entidad utilizará los flujos de efectivo contractuales a lo largo del periodo contractual completo del instrumento financiero (o grupo de instrumentos financieros) (IASCF 2009, NIC 39).

Finalmente, en la NIC 2 se utiliza el valor neto realizable, que se define como *el precio estimado de venta de un activo en el curso normal de la operación, menos los costos estimados para terminar su producción y los necesarios para llevar a cabo la venta* (IASCF 2009, NIC 2).

d) Otras bases valorativas en el modelo IASB

A lo largo del extenso contenido normativo del modelo IASB se encuentran, como ya se mencionó, dos vías de valoración: la ya comentada vía del valor de mercado, denominada “valor razonable”, y la originada en la perspectiva del costo, cuyas manifestaciones son: costo histórico, costo atribuido y costo corriente.

El costo histórico es la técnica de medición según la cual los activos se registran por el monto de efectivo y otros valores pagados, o bien, por el valor razonable de la contrapartida entregada en el momento de su adquisición. Los pasivos se registran al valor de los productos recibidos a cambio de incurrir en la deuda o, en algunas circunstancias (por ejemplo en el caso del impuesto a las ganancias), por las cantidades de efectivo y equivalentes al efectivo que se espera pagar para satisfacer la correspondiente deuda, en el curso normal de la operación (IASCF 2009, Glosario). Las NIC's 2, 16, 38, 39, 40, NIIF's 3 y 6, aplican esta forma valorativa.

Esta metodología ha sido la forma tradicional de asignación de precios en las cuentas empresariales, coherente con el criterio del devengo por causación. El ingreso derivado del sobreprecio adicional al valor de costo, que constituye la ganancia, no se da por realizado sino sólo cuando se realiza la operación de venta del activo a intercambiarse.

Otra metodología valorativa de la familia del costo histórico, es la del costo atribuido definido como *un importe usado como subrogado del costo o del costo depreciado en una fecha determinada. En la depreciación o amortización posterior se supone que la entidad había reconocido inicialmente el activo o pasivo en la fecha determinada, y que este costo era igual al costo atribuido* (IASCF 2009, NIIF 1, Apéndice A y Glosario).

Cerramos este literal citando una técnica de valoración a la cual se debe recurrir de forma extraordinaria, a partir de la excepcional aplicación de la NIC 29 (Información Financiera en Economías Hiperinflacionarias), nos refe-

rimos al costo corriente, definido como: *el valor de los activos, correspondiente al importe del efectivo y otras partidas equivalentes al efectivo, que debería pagarse si se adquiriese en la actualidad el mismo activo u otro equivalente; o el valor de los pasivos que corresponde al importe sin descontar de efectivo u otras partidas equivalentes al efectivo que se precisaría para liquidar el pasivo en el momento presente* (IASCF 2009, Marco Conceptual, párrafo 100b).

e) La Ley 1314-09 y el modelo IASB

Colombia viene desarrollando un proceso de discusión e intentos de regulación de la contabilidad financiera empresarial y de otras áreas relacionadas con la profesión de la contaduría pública, en la vía de la contaduría y de la contabilidad internacional, desde hace más 10 años. En 1999 se emitió la Ley 550 relacionada con la reactivación empresarial, y en su artículo 63 incluyó el tema de la armonización de las normas contables con usos y reglas internacionales.

En aplicación de la citada disposición, durante los años 2003 a 2007, se realizaron múltiples intentos de reformar la regulación contable, desde diversas plataformas de acción: Superintendencia de Valores, Superintendencia de Sociedades, Congreso de la República, entre otros. Se crearon comités técnicos de trabajo, grupos de estudio, se impulsaron reformas a través de proyectos de ley por la vía de la intervención económica o a partir de la autonomía delegada para regular en materia contable que tienen las superintendencias.

Finalmente, el 13 de Julio de 2009, el Congreso de la República, aprobó la Ley 1314, con el objetivo de expedir normas contables de información financiera y de aseguramiento de la información, para que los informes contables y en particular los estados financieros brinden información financiera comprensible, transparente, comparable, pertinente y confiable, útil para la toma de decisiones económicas de los diversos usuarios, para mejorar la productividad, la competitividad y el desarrollo armónico de la actividad empresarial.

El siguiente párrafo del artículo 1, tomado textualmente de la Ley, nos ubica en la perspectiva de la Ley, de orientarse hacia alguna normativa internacional:

Con observancia de los principios de equidad, reciprocidad y conveniencia nacional, con el propósito de apoyar la internacionalización de las relaciones económicas, la acción del Estado se dirigirá hacia la convergencia de tales normas de contabilidad, de información financiera y de aseguramiento de la información, con estándares internacionales de aceptación mundial, con las mejores prácticas y con la rápida evolución de los negocios.

Los siguientes párrafos textuales del artículo 8 ratifican lo anotado arriba y hacen referencia a los estándares de mayor aceptación a nivel mundial.

En la elaboración de los proyectos de normas que someterá a consideración de los Ministerios de Hacienda y Crédito Público y de Comercio, Industria y Turismo, el Consejo Técnico de la Contaduría Pública aplicará los siguientes criterios y procedimientos:

1. Enviará a los Ministerios de Hacienda y Crédito Público y de Comercio, Industria y Turismo, al menos una vez cada seis (6) meses, para su difusión, un programa de trabajo que describa los proyectos que considere emprender o que se encuentren en curso. Se entiende que un proyecto está en proceso de preparación desde el momento en que se adopte la decisión de elaborarlo, hasta que se expida.

2. Se asegurará que sus propuestas se ajusten a las mejores prácticas internacionales, utilizando procedimientos que sean ágiles, flexibles, transparentes y de público conocimiento, y tendrá en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo que producirían sus proyectos en caso de ser convertidos en normas.

3. En busca de la convergencia prevista en el artículo 10 de esta Ley, tomará como referencia para la elaboración de sus propuestas, los estándares más recientes y de mayor aceptación que hayan sido expedidos o estén próximos a ser expedidos por los organismos internacionales reconocidos a nivel mundial como emisores de estándares internacionales en el tema correspondiente, sus elementos y los fundamentos de sus conclusiones...

10. Participará en los procesos de elaboración de normas internacionales de contabilidad y de información financiera y de aseguramiento de información, que adelanten instituciones internacionales, dentro de los límites de sus recursos y de conformidad con las directrices establecidas por el Gobierno.

11. Evitará la duplicación o repetición del trabajo realizado por otras instituciones con actividades de normalización internacional en estas materias y promoverá un consenso nacional en torno a sus proyectos.

12. En coordinación con los Ministerios de Educación, Hacienda y Crédito Público y Comercio, Industria y Turismo, así como con los representantes de las facultades y programas de Contaduría Pública del país, promover un proceso de divulgación, conocimiento y comprensión que busque desarrollar actividades tendientes a sensibilizar y a socializar los procesos de convergencia de las normas de contabilidad, de información financiera y de aseguramiento de información establecidas en la presente Ley, con estándares internacionales, en las empresas del país y otros interesados durante todas las etapas de su implementación (Ley 1314 de 2009).⁴

⁴ Los subrayados no son del original.

La Ley 1314 no menciona específicamente al regulador internacional IASB, ni que tal modelo sea el seleccionado para ser adoptado o adaptado, o que sirva como referencia para la reforma contable del país. Sin embargo, no existe hoy por hoy modelo contable más reconocido en el mundo como el emitido por el IASB. Como se mencionó al principio, los más prestigiosos organismos internacionales, tanto políticos, como financieros o comerciales, lo apoyan y lo respaldan. Por ello, no es desatinado prever que será éste el modelo acogido por el Consejo Técnico de la Contaduría Pública para realizar sus estudios y establecer la propuesta regulatoria reglamentaria de la Ley 1314.

Corroborar esta hipótesis el hecho de que el país ya está en la ruta de la adaptación de esta tendencia internacional, tanto por la regulación emitida para el sector financiero y en vigencia desde 2003, como por las decisiones tomadas el año pasado por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios, al emitir la Resolución N° 9995 de 2009, mediante la cual ordenó a las entidades por ella vigiladas, la actualización de sus sistemas contables bajo parámetros acordes con los estándares internacionales de contabilidad emitidos por la IASB.

El nuevo sistema contable vigente para las empresas prestadoras de servicios públicos domiciliarios se denomina “Modelo General de Contabilidad para las Empresas Prestadoras de Servicios Públicos”, el cual, según la Superintendencia, *constituye un conjunto único de normas de contabilidad, coherente con los estándares internacionales de contabilidad, con características de comprensibilidad, consistencia y comparabilidad, alineado con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia para las empresas privadas, como con el régimen de contabilidad establecido por la Contaduría General de la Nación (Resolución 9995 de 2009).*

Se ratifica esta orientación en la Resolución 60955 del 23 de diciembre de 2009, de la misma entidad, que dice en sus considerandos: *Que la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios publicó el “Modelo General de Contabilidad para las Empresas Prestadoras de Servicios Públicos” en el mes de diciembre de 2008 que contempla estudios previos relacionados con el análisis comparativo del modelo internacional y el Plan General de Contabilidad en el contexto de las entidades prestadoras de servicios públicos. Este trabajo es una propuesta que logra involucrar el conjunto de estándares emitidos por el International Accounting Standards Board (IASB), reconociendo las limitaciones con respecto a la regulación general colombiana en materia contable y la realidad económica de las empresas que hacen parte del sector de servicios públicos (Resolución 60955 de 2009).*

De los argumentos y citas anteriores derivamos que la ruta emprendida por Colombia para la regulación de la información contable empresarial privada, es la de la adopción-adaptación del modelo emitido por el IASB, que tiene como soporte valorativo fundamental al “valor razonable”.

2. Los mercados financieros y la hipótesis de su eficiencia

a) Los mercados

Se percibe al mercado como un escenario donde tiene lugar un conjunto de transacciones e intercambios de bienes y servicios entre oferentes y demandantes, que compiten mediante el mecanismo de los precios. A través de la historia se han construido diversos tipos de mercado: primero, por medio de intercambio físico o trueque; segundo, con el surgimiento del dinero se dio lugar a las transacciones a través del numerario, respaldado por autoridades gubernamentales, primero locales, luego nacionales, hasta constituir los mercados de nivel internacional.

El mercado es una expresión abreviada para denominar el proceso mediante el cual se reconcilian todas las decisiones de las economías domésticas sobre el consumo de bienes alternativos, las decisiones de las empresas sobre qué y cómo producir y las de los trabajadores sobre cuánto y para quién trabajar mediante ajustes de los precios (Fosher & Dornbusch, 1985).

Existen mercados más o menos regulados, pero el orden regulatorio, así sea en mínima escala, es indispensable para el adecuado funcionamiento de los mismos.

Una de las ventajas más apreciadas de los mercados competitivos, es la imposibilidad de que alguno de los partícipes, comprador o vendedor, domine. La ausencia de monopolios o monopsonios y formas similares dominantes, garantiza, en buena medida, la racionalidad de los precios y el funcionamiento equilibrado del mercado.

En este escrito, por conveniencia del análisis, vamos a dividir el escenario mercantil en dos grandes componentes: mercados financieros y mercados no financieros.

El mercado financiero

Los mercados financieros son los espacios dedicados a transar instrumentos financieros. También se los conoce como mercados de capitales, y constituyen uno de los espacios más atractivos y dinámicos, de interés tanto para los académicos como para los inversionistas.

Un mercado financiero es un mecanismo que permite a los agentes económicos el intercambio de activos financieros. Estos mercados están constituidos por las fuerzas de oferta y demanda de instrumentos financieros. Los mercados colocan a todos los vendedores en el mismo lugar, haciendo así más fácil encontrar posibles compradores. Pero, también, cualquier mercado de materias primas podría ser considerado como un mercado financiero si el propósito del comprador no es el consumo inmediato del producto, sino el retraso del consumo en el tiempo.

Los mercados financieros facilitan:

- ♦ El aumento del capital (en los mercados de capitales).
- ♦ La transferencia de riesgo (en los mercados de derivados).
- ♦ El comercio internacional (en los mercados de divisas).

Los mercados financieros son usados para reunir a aquellos que necesitan recursos financieros con aquellos que los tienen.

Los mercados no financieros

Los mercados no financieros corresponden a todos los escenarios donde se realizan transacciones con fines de lucro, compra, venta, canje, etc., de todos los bienes y servicios de consumo intermedio o final entre los actores, vendedores y consumidores, de productos tangibles o intangibles, reales o virtuales, no financieros. Pueden ser de índole local, regional, nacional o internacional. Se han organizado, sobre todo, en niveles internacionales, diversos espacios o acuerdos, que a través de las correspondientes reglamentaciones fomentan los intercambios entre los partícipes. Por ejemplo, el Mercado Común Europeo del que derivó la Unión Europea el Pacto Andino, ahora en decadencia, el Mercosur, actualmente en proceso de desarrollo, o los tratados de Libre Comercio, figura impulsada desde las toldas neoliberales.

b) La hipótesis de la eficiencia en los mercados financieros y las técnicas de evaluación

La hipótesis de la eficiencia del mercado (HEM), propuesta para los mercados financieros, ha sido una de las principales formulaciones teóricas en las finanzas, desde que Fama (1970) la presentó postulando un mercado eficiente como aquél donde el precio de los activos siempre refleja plenamente la información disponible (Hyme, P. 2003).

El concepto de eficiencia en el mercado está relacionado con las circunstancias en las que siempre el precio de cualquier activo financiero constituye un buen reflejo de su valor intrínseco. Así, un mercado eficiente es un escenario deseado, en el que ningún actor podrá hacer uso de asimetrías de información para jugar en su propio beneficio, pues todos los jugadores estarán en igualdad de condiciones frente a la información disponible. Se presume que no existe información privilegiada que sesgue el juego a favor de un actor específico.

Según Aragonés & Mascareñas (1994) la eficiencia puede presentarse de forma débil, semifuerte o fuerte.

La hipótesis de eficiencia débil supone que cada título refleja plenamente la información contenida en la secuencia histórica de los precios, es decir,

toda la información pasada. De aquí, que ningún analista podrá sacar ventaja de las consideraciones técnicas que realice sobre tales series, pues todos los partícipes del mercado habrán explotado tales datos y actuarán en consecuencia. Por ello, la aplicación del denominado análisis técnico, que abordaremos a continuación, será inútil para descifrar las variables de un mercado eficiente débil. Se requiere poseer información más abarcadora que la histórica, sobre las condiciones de los actores del mercado, si se aspira a conseguir rendimientos más allá de la media esperada.

Entre las diversas técnicas empleadas para el análisis en este nivel de eficiencia, que se aplicaron sin éxito en la década de los sesenta, están las diferencias primeras logarítmicas de los precios diarios de acciones del Dow Jones Industrial. Kendall (1953), Moore (1962) y Fama (1965) aplican esta técnica y coinciden en la conclusión de que no observan correlación serial significativa como para apoyar la existencia de dependencia lineal importante entre los cambios sucesivos de los precios de los títulos analizados (Aragónés & Mascareñas, 1994).

Otra técnica que se aplicó con más fortuna que la anterior pero con un costo-beneficio negativo, fue la regla de los filtros, que consiste en comparar el beneficio obtenido en el periodo de análisis con la alternativa de comprar el título al principio del periodo y venderlo al final. Alexander (1961 y 1964), y Fama y Blume (1966) llegan a resultados similares (Aragónés & Mascareñas, 1994).

La eficiencia semifuerte afirma que los precios no sólo reflejan la información pasada sino toda la información que se hace pública acerca de la empresa o su entorno, que pueda afectar a cada título en particular. Según esta forma, la persona que intente técnicamente obtener un rendimiento superior con base en tales análisis, estará perdiendo el tiempo, ya que la cotización de los títulos refleja su valor teórico o intrínseco. En este nivel de eficiencia la aplicación del análisis técnico y del análisis fundamental no otorgan ventaja alguna al inversor. En tales circunstancias, los inversores tendrán que disponer de información privilegiada, más allá de la histórica y de la financiera pública, para entender el mercado y alcanzar rendimientos superiores a los del promedio.

En los estudios sobre eficiencia semifuerte se utilizan modelos de equilibrio más desarrollados; uno de ellos es el modelo de mercado:

$$R_i = a_i + \beta_i R_M + e_i$$

donde R_i es el rendimiento del título i , R_M es el rendimiento del índice de mercado, a_i y β_i son las dos constantes del modelo de regresión (respectivamente, indican el rendimiento del título cuando el rendimiento del índice es nulo y el coeficiente de volatilidad del título con respecto al rendimiento del índice); por último, e_i es la perturbación aleatoria.

La técnica consiste en calcular el rendimiento extraordinario (tomando como rendimiento esperado el del modelo de mercado, R_e) y calcular su valor acumulado desde un periodo anterior hasta otro posterior al anuncio público de determinado tipo de información.

Ball y Brown (1968), Fama, Fisher, Jensen y Roll (1968) y Scholes (1972) aplican este modelo en estos estudios, cuyos resultados los llevan a conclusiones favorables a la definición intermedia de eficiencia, aunque del estudio de Scholes, además, se desprende la posibilidad de que el modelo no sea adecuado en cuanto a la hipótesis fuerte (Aragonés & Mascareñas, 1994).

Otro modelo aplicado en este nivel es el CAPM⁵ (por sus siglas en inglés Capital Asset Pricing Model), que ha sido, sin duda, el más empleado en las últimas décadas.

El modelo viene representado por la siguiente expresión:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Donde:

r_f = Rentabilidad libre de riesgo o de un bono del Tesoro.

β = Coeficiente beta.

r_m = Rendimiento esperado del índice de mercado.

$(r_m - r_f)$ = Prima de riesgo del mercado.

La forma de eficiencia fuerte postula que cualquier información, incluso la confidencial, pública o privada, se ve reflejada en los precios de los títulos bursátiles (Tua, J., 1991). Según esta versión, la eficiencia del mercado impedirá que algún actor pueda ganar más que otro y así “batir el mercado”. Se afirma que la existencia del mercado eficiente en esta versión es una utopía. Dada la condición de eficiencia, el proceso de estudio y de entendimiento de este nivel no admite otra estrategia que un camino aleatorio. El éxito o el fracaso de los procesos de inversión en este nivel son sólo producto del azar.

El camino aleatorio o random walk es una de las vías metodológicas reconocidas para contrastar la hipótesis de la eficiencia del mercado (Martínez,

5 El CAPM fue desarrollado en artículos por William Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Jan Mosin (1966). Si se quiere un estudio más detallado sobre el CAPM se recomienda analizar el capítulo 9 de Bodie-Kane-Marcus (2003), “Investments”. 5ª edición, editorial McGraw-Hill/Irwin: 2003.

E., 1999). Según este modelo los precios de bolsa responden a un proceso aleatorio, que se puede formalizar de la siguiente manera:

$$P_t = P_{t-1} + \mu - \varepsilon_t$$

donde P: precios de ayer y de hoy; μ : es la rentabilidad esperada de la acción y es constante; ε_t : es un elemento aleatorio cuya esperanza matemática es 0; la covarianza de varios ε , en diversos periodos es 0; su varianza, igual que la de los precios es σ^2 , pues P_{t-1} y μ son constantes; y, finalmente, el elemento ε de hoy es independiente del de ayer.

Las contrastaciones empíricas de la eficiencia en este nivel han sido consideradas por autores como Kane (1983), mediante la comparación del comportamiento del mercado con el de inversionistas presunta o potencialmente privilegiados. Si sus beneficios no son superiores a los del mercado, medidos, por ejemplo, por los habituales índices bursátiles, podría considerarse que es cierta la hipótesis de eficiencia fuerte (Tua, J., 1991).

En los casos en los que se acepta la eficiencia del mercado en cualquiera de sus formas, la teoría sugiere como más rentable y eficiente una estrategia pasiva de portafolios (comprar y mantener) que una activa.

No debe escaparse a la consideración de cualquier interesado en este debate, que la formulación de Fama, respecto de la factibilidad de los mercados eficientes, no es aceptada total y acríticamente en el ámbito de la economía financiera. Si bien la postulación de la eficiencia del mercado es de buen recibo en los ámbitos de los mercados de financieros, por lo menos en la versión débil, hay círculos de estudiosos y autores que han debatido y criticado esta teoría desde diversos parapetos argumentales, entre ellos, el que establece la relación de la eficiencia con la de la formulación ya centenaria de la equidad como una especie de juego de suma cero, cuando se trata de considerar el juego bursátil. Por ello se anota con acierto, que si los mercados de capital bursátil fueran eficientes, no cabría la intermediación o arbitraje. También, se sabe, muchos actores aspiran a participar recurriendo a información asimétrica, es decir, a información privilegiada, circunstancia muy difícil de impedir.

Hyme (2003) afirma que Fama, en su reconocido artículo no aporta nada nuevo, pues fiel a su título, el escrito no es más que una revisión de la producción teórica ya conocida sobre los juegos bursátiles, en los que, en promedio, no se puede ganar, resultando al final que la Bolsa es un juego equitativo. Para este autor, el artículo de Fama lo que hizo en realidad, más que un aporte al conocimiento financiero de los mercados, fue introducir el término "eficiencia" a cambio del de "juego equitativo", como calificativo de los mercados bursátiles, con la intencionalidad de participar en el debate contra el intervencionismo de estado en los mercados, soportado en la teoría keynesiana. La postulación de Fama no está relacionada con la eficiencia

tal como la entienden los economistas, sino que es una posición ideológica ubicada dentro de la ofensiva antikeynesiana surgida en los años sesenta del siglo pasado (Hyme, P., 2003).

El análisis de la eficiencia del mercado

Muchos teóricos han estudiado la presencia de señales que permitan determinar la existencia de eficiencia en el mercado de valores; a partir de esta inquietud surgen tendencias que buscan estudiar el mercado y “entenderlo”, para así poder obtener rendimientos superiores. Por mucho tiempo en las bolsas de valores alrededor del mundo, tomando como origen Estados Unidos, han existido dos enfoques en relación con el estudio del mercado bursátil, principalmente el de acciones.

El “análisis técnico” es el estudio de todos los factores relacionados con la oferta y la demanda real de acciones. Mediante la utilización de los gráficos de acciones y de diferentes indicadores⁶, los llamados técnicos tratan de medir el “pulso del mercado” y algunas veces tratan de predecir los movimientos futuros del precio de la acción (Little, J., 1991). Este análisis se basa esencialmente en la búsqueda de patrones recurrentes y predecibles en los precios de las acciones.

El “análisis fundamental” o “estructural” es el estudio de todos los factores relevantes que pueden influir sobre el comportamiento futuro de las utilidades y dividendos de las empresas y, por tanto, de los precios de las acciones (Little, J., 1991). En este enfoque se toma en cuenta el estudio y el análisis de toda la información macro y micro-económica que afecta directamente a las compañías, incluyendo la revisión de sus estados financieros.

Aunque los técnicos reconocen el valor de la información con respecto al futuro económico de la firma, ellos creen que tal información no es necesaria para una estrategia de transacción exitosa. Esto es porque cualquiera que sea la razón fundamental de un cambio en el precio de la acción, si el precio de ésta responde lo suficientemente lento, el analista estará en la capacidad de identificar una tendencia que puede ser explotada durante el periodo de ajuste (Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A., 2003, p. 351).

En la práctica, hay muchos inversionistas que utilizan con éxito el análisis fundamental, dando crédito a los méritos de este enfoque; a la vez, están los que aprovechan el análisis técnico para conquistar el mercado. Por lo tanto, aquel inversor que diferencia las fortalezas y las falencias de cada enfoque podría tener una ventaja comparativa en el mercado bursátil.

Con el propósito de abordar las estrategias que se utilizan en la gestión de inversiones en los mercados de valores, se describirán y explicarán algunos métodos componentes de los dos tipos de análisis antes mencionados.

⁶ Algunos de los cuales serán abordados más adelante.

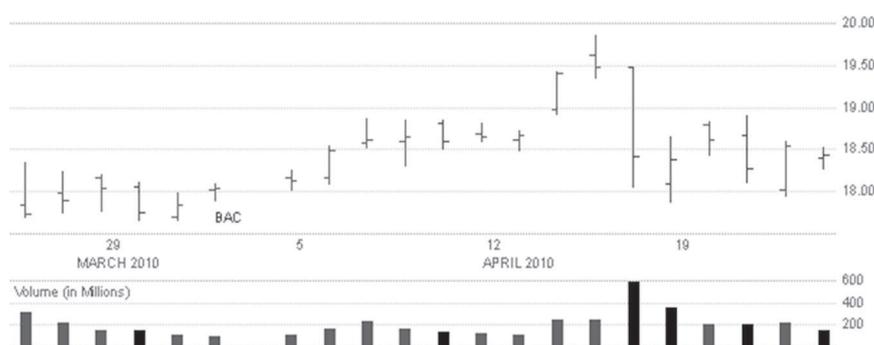
El análisis técnico

En primer término, nos acercaremos de manera sucinta a las metodologías aplicadas en el análisis técnico que han tenido éxito a lo largo del tiempo, pasando primero por las herramientas de análisis gráfico, como gráficos de barras y patrones, y luego las de análisis cuantitativo, entre las que se encuentran los promedios móviles y los osciladores.

El análisis gráfico se centra, como su nombre lo dice, en aplicar directamente a los gráficos todos aquellos estudios o herramientas diseñados para estudiar el comportamiento pasado de las cotizaciones sin la necesidad de aplicar herramientas cuantitativas y con el fin de anticipar los próximos movimientos.

Un gráfico de cotizaciones es un cuadro que refleja la historia y el comportamiento del precio del activo financiero, que le permite al agente estudiar cuál ha sido la actuación pasada y lograr una perspectiva relevante.

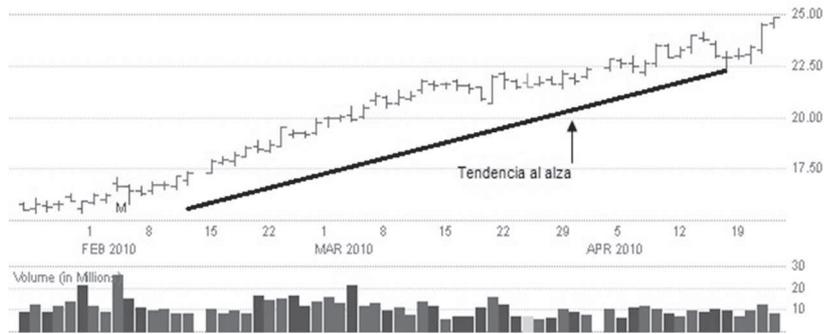
Existen varios tipos de gráficos de acciones. El más conocido, llamado **“gráfico de barras”**, muestra el precio de la acción y su volumen (número de acciones negociadas) durante un periodo de tiempo, generalmente expresado en días, semanas o meses (Little, J., 1991, p. 166). Por ejemplo, un gráfico de barras diario muestra los precios de apertura, cierre más alto y más bajo negociados en una jornada, así como el volumen del día. De la misma forma, un gráfico de barras semanal o mensual mostraría la información de una semana o mes por cada barra. En el siguiente cuadro se muestra un gráfico de barras diarias del último mes de la acción Bank of America (BAC) que cotiza en la bolsa de Nueva York (NYSE); donde cada barra representa un día de negociación, el color verde indica que el precio de cierre fue mayor al del día anterior, el rojo que fue menor y las barras de la parte inferior muestran el volumen negociado en el respectivo día.



Fuente: CNBC

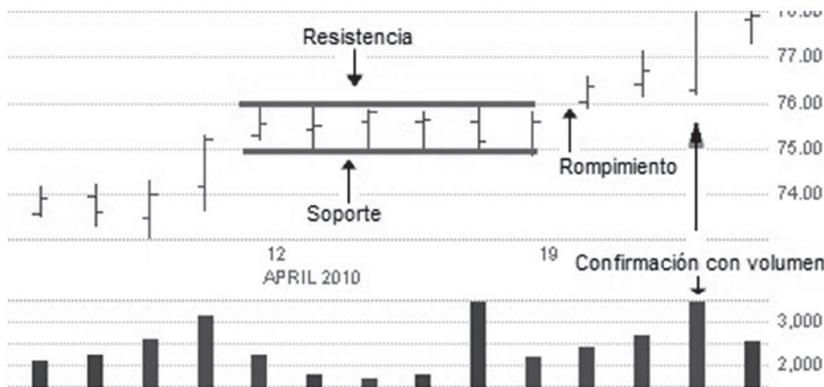
Patrones de los gráficos. Cuando se ha construido un gráfico durante un tiempo, comienzan a aparecer varios patrones; algunos más importantes

que otros, por ejemplo, los patrones de “soporte y resistencia” se consideran más relevantes ya que los agentes tienden a recordar los precios anteriores del activo. También se encuentran las tendencias que pueden ser al alza o a la baja.



Fuente: CNBC y modificación propia.

Los soportes o resistencias son niveles de precios por encima o por debajo del precio actual donde se considera muy difícil que la cotización de la acción baje o suba respectivamente; estos se establecen como niveles determinados por la psicología del mercado (Bodie et al, 2003, p. 354). Las líneas o rangos de tendencias ayudan a los inversionistas a identificar si la cotización se encuentra en un movimiento apreciativo, depreciativo o estable.



Fuente: CNBC y modificación propia.

En cuanto al tipo de patrones que se pueden identificar en los gráficos, existe un sinnúmero de esquemas que llevan su nombre debido a la figura que representan. Entre ellos están los que indican continuación de tendencia, tales como: triángulo ascendente, triángulo descendente, triángulo simétrico, bandera, entre otros. Y los que muestran cambio de tendencia tales como: cabeza y hombros, cabeza y hombros invertido, doble techo,

doble suelo, triples suelos y techos, techo redondeado, suelo redondeado, entre otros.

El análisis fundamental

Martínez (1999, p. 223) encuentra que el análisis fundamental se basa en el estudio de resultados y perspectivas tanto de las empresas como de la economía en general para tomar decisiones de inversión. Este enfoque es utilizado comúnmente como un intento de pronosticar el movimiento de los precios; requiriendo el estudio de los factores de oferta y de demanda que puedan afectar al precio de un instrumento financiero; tanto como una revisión de las principales variables macroeconómicas de los mercados. Para Costa & Font (1993, p. 73) el análisis fundamental considera que el valor de un bien debe oscilar alrededor de su valor intrínseco.

En la primera instancia del camino fundamental revisaremos el análisis macroeconómico o Top Down Analysis, que consiste en la previsión de las principales variables económicas del país y en la relación que éstas tienen con la bolsa. Pasando luego al Análisis Fundamental de Empresas o Bottom Up Analysis, que radica en estudiar la situación de la empresa para, en función de sus datos básicos y perspectivas, hacer una valoración de la acción; entendiendo que si la empresa va bien, se reflejará en el comportamiento de la cotización.

Los analistas que defienden el análisis macroeconómico o Top Down sugieren que lo que mueve al mercado bursátil en el largo plazo son los principales datos macroeconómicos; ya que la bolsa debería reflejar de alguna forma la situación en la que está la economía. Si ésta se encuentra en auge, indicaría que las empresas están obteniendo mayores beneficios, traduciéndose en alzas en los precios de las acciones, desembocando en movimientos hacia arriba de la bolsa.

En el tema de las variables macro, es de aceptación casi sistematizada que las más importantes son tipos de interés, inflación y crecimiento económico; sin embargo, también se consideran otras pero con una relevancia relativamente menor, tales como tipos de cambio, déficit público, entre otras.

Hay acuerdo generalizado entre los investigadores en que el tipo de interés es una variable clave en el comportamiento bursátil, y por varias razones según Martínez (1999, p. 224):

- ♦ Si los tipos de interés bajan, los inversores acuden a la bolsa buscando rentabilidades mayores; la demanda de acciones se incrementa y con ella los precios. Si por el contrario, los tipos de interés suben, los inversionistas se sienten atraídos por las rentabilidades ofrecidas por los bonos de renta fija, abandonando el mercado de renta variable, lo que ocasionaría un descenso en la bolsa.

- ♦ Los tipos de interés bajos indican reducciones en los costos de financiación de las empresas y un mayor consumo de los agentes. Esta dinámica lleva a incrementar los beneficios empresariales, reflejando incrementos en los precios de sus acciones.
- ♦ Una acción proporciona una serie de flujos financieros futuros (dividendos), el valor presente depende de la tasa a la que se descuentan esos flujos. Por definición se conoce que la rentabilidad mínima que exige un accionista es la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo, por lo tanto, si la tasa de interés libre de riesgo varía, también lo hará la tasa a la que se descuentan los flujos futuros, y así el valor presente de los flujos esperados (en otras palabras, el precio de la acción) cambiará notablemente.

Por lo tanto, en la teoría, la bolsa debería moverse con relación inversa a la de los tipos de interés; es decir, debería bajar cuando los tipos suben y subir cuando éstos bajan.

Los partidarios del Bottom Up o análisis fundamental de empresas piensan que lo que hay que hacer es analizar el comportamiento y perspectivas de cada empresa para detectar cuáles ofrecen una mejor oportunidad de inversión (Martínez, 1999, p. 223). Este alcance radica básicamente en hacer una valoración a las compañías y comparar el valor resultante con el precio de mercado; así se busca encontrar acciones subvaloradas o sobrevaloradas para tomar una adecuada decisión de inversión.

Existen diversos métodos de cálculo, entre los más utilizados en la bolsa se encuentran: métodos basados en el valor patrimonial, en razones bursátiles y los que se basan en el descuento de los flujos de efectivo. A este último le prestaremos mayor atención, ya que es considerado por muchos estudiosos como el más correcto en términos conceptuales y que ha venido generando cada vez mayor aceptación entre los analistas.

Los métodos basados en el valor patrimonial intentan determinar el valor de la empresa a través de la estimación de su patrimonio. Son procedimientos muy utilizados que consideran que el valor de la empresa radica básicamente en su balance; es decir, se realiza el cálculo valorativo desde una perspectiva estática, sin tomar en cuenta la posible evolución futura de la empresa o el valor del dinero en el tiempo. Entre estos métodos se pueden mencionar: el valor contable, el valor ajustado y el valor de liquidación (Martínez, 1999, pp. 239-240).

- ♦ Valor contable: es el patrimonio neto de una empresa o valor de los recursos propios que aparecen en el balance. También se puede definir como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible. Generalmente, es muy complicado que este valor coincida con el valor de mercado.

- ♦ Valor contable ajustado: consiste en valorar cada una de las partidas del balance a su precio de mercado, tal vez como un acercamiento más realista al valor de la empresa partiendo del balance. Éste se halla calculando la diferencia entre el valor de mercado del activo y el del pasivo.
- ♦ Valor de liquidación: es el valor de una firma en caso de que se derive su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio. El provecho de este método está supeditado a una situación en particular, como es la compra de la firma con el fin de liquidarla, dejando claro que representa el valor mínimo de una compañía ya que desconoce el valor de continuidad.

A diferencia de los procedimientos anteriores, los métodos basados en razones bursátiles, toman en cuenta los resultados de la compañía y se utilizan frecuentemente en los procesos de valoración de acciones en la bolsa. Éstos tratan de determinar el posible valor de la firma por medio de la estimación de su rentabilidad futura; entre ellos se enumeran: el valor de los beneficios, el valor de los dividendos, el múltiplo de las ventas (Martínez, 1999, pp. 240-250).

- ♦ Valor de los beneficios: también conocido como PER (por sus siglas en inglés Price Earnings Ratio o P/E) e indica el múltiplo del beneficio por acción que paga la bolsa. Generalmente se recomienda compararlo con el PER de mercado de la misma firma y el PER del sector, intentando encontrar oportunidades rentables.

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}} = \frac{P}{\text{BPA}}$$

- ♦ Valor de los dividendos: los dividendos son la parte de los beneficios que efectivamente se otorgan a los accionistas. La rentabilidad por dividendo (dividend yield) es el cociente entre el dividendo esperado y el precio actual o spot de la acción. Muchos inversionistas utilizan la rentabilidad por dividendos como criterio de selección de valores, buscando aquellas que generen una mayor rentabilidad por dividendo.

$$\text{Rentabilidad por dividendos} = \frac{\text{Dividendos por acción}}{\text{Precios por acción}} = \frac{\text{DPA}}{P}$$

- ♦ Múltiplo de las ventas: consiste en calcular el valor de la empresa multiplicando sus ventas por un número (según la coyuntura del mercado).

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} \times \frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}}$$

El primer término (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce como rentabilidad sobre ventas.

Por último, los métodos basados en el descuento de flujos de efectivo tratan de calcular el valor de la compañía a través de la estimación de unos flujos de caja o Cash Flows que la firma generará en el futuro y descontarlos a una tasa de descuento ajustada según el riesgo de tales flujos. Martínez (1999) asegura que en la actualidad el descuento de flujos de efectivo es el método de valoración de empresas generalmente aceptado y que puede decirse constituye el único método valorativo conceptualmente correcto. (Martínez, 1999, p. 250)

Cuando se aplica el método de descuento de flujos de efectivo se recomienda hacer un estudio de sensibilidades en donde se consideren diferentes escenarios posibles (positivo, negativo y más probable) para las diferentes variables más relevantes (flujo de caja, tasa y valor residual) con el fin de identificar posibles errores y poder establecer un rango en los que se pueda mover el valor de la compañía o el valor de la acción.

3. El mercado de instrumentos financieros en Colombia

a) Breve reseña del mercado bursátil en Colombia⁷

Comúnmente y de una manera muy simple, se considera mercado al lugar donde se reúnen compradores y vendedores con el fin de intercambiar diferentes bienes y servicios. La palabra bursátil es proveniente del latín bursa que quiere decir “bolsa”; por lo tanto, el mercado bursátil es un particular tipo de mercado en el cual se da lugar a las operaciones de intercambio que ocurren en las diferentes bolsas alrededor del mundo. En este mercado se transan mercancías de naturaleza similar dependiendo del tipo de bolsa, es decir, en la bolsa de valores se llevan a cabo operaciones con títulos valores, en la bolsa de materias primas se realiza la compraventa de materias primas, entre otras.

Para comenzar a hablar del nacimiento de las bolsas de valores hay que remontarse a finales del siglo XVI, cuando iniciaron las sociedades anónimas a emitir títulos valores; hecho que las remarcó como la razón de ser del mercado bursátil. Este mercado se considera centralizado y regulado, y es un espacio donde se crea un ambiente propicio para que las empresas financien sus proyectos por medio de la venta de diferentes activos.

⁷ Basado parcialmente en el documento de Betancourt, M.; Palacios, M. & Mesa, J. (2006). Se aclara que en la Tesis de Grado “Una aproximación a un mercado de derivados sobre el IGBC en Colombia: Futuros y Opciones sobre el Índice” (2007) del Master en Mercados Financieros del IDEC – Universidad Pompeu Fabra de los autores Aldana, David. Romero, Edgar. Torres, Carlos, se hace referencia textual posterior, sin hacer mención de la publicación de Betancourt et al. (2006).

En Colombia, el desarrollo del mercado de capitales ha estado unido de manera directa al progreso de la economía del país. El transcurso de industrialización que se dio en las primeras dos décadas del siglo XX como consecuencia del crecimiento del sector cafetero ayudó a acelerar el proceso de tecnificación de substanciales sectores para la economía, generando una afluencia considerable de capitales a regiones como Cundinamarca, Antioquia y el Occidente del país. Por consiguiente, la evolución de una economía agrícola y mercantil hacia una industrial hizo ineludible la acumulación de capital, generando soporte al crecimiento del sector financiero, lo que llevó a varios individuos vinculados al mercado a idear la creación de una bolsa de valores; dando así origen a un ente apropiado para la transacción pública y vigilada de valores que comenzaban a encarnar las nuevas manifestaciones de la riqueza del país.

En el momento en que el sistema financiero comenzaba a presenciar una alineación moderna, con la creación del Banco de la República, la Superintendencia Bancaria y el nacimiento de diversos bancos comerciales, creándose las bases para el fortalecimiento de las actividades crediticias, el surgimiento de la primera bolsa de valores se daba en un momento adecuado en la situación económica nacional. Se dice que fueron 20 años de intentos fallidos, como el de la Bolsa Popular de Medellín (1901), para conformar posteriormente la Bolsa de Bogotá; entre 1905 y 1921 el compromiso de los empresarios por elaborar un organismo idóneo para la comercialización de valores acarrió la actividad bursátil hacia una realidad. Fue así como en 1928 nació la junta promotora que tenía la finalidad de diseñar y redactar los estatutos de la Bolsa de Valores y el 28 de Noviembre del mismo año se firmó la escritura pública mediante la cual se constituía la sociedad anónima Bolsa de Bogotá, bajo la inspección de la Superintendencia Bancaria.

Los primeros años de actividad de la Bolsa de Bogotá tuvieron momentos muy difíciles ya que la depresión internacional se reflejó en el país con la hemiplejía en la actividad económica. En octubre de 1934 se creó la Bolsa de Colombia, ente que finalizó fusionándose con la Bolsa de Bogotá. En 1953 se presentó una decisión estatal que entorpeció el desarrollo del mercado de valores, la doble tributación generó que las empresas redirigieran sus políticas de financiación a través del endeudamiento, en detrimento de la capitalización accionaria.

El 19 de enero de 1961 nació la Bolsa de Medellín como el siguiente paso en torno a la evolución del mercado bursátil; en una región que se caracterizaba por ser uno de los centros empresariales e industriales más importantes para el desarrollo y crecimiento socioeconómico del país. A diferencia de los primeros años de funcionamiento de la Bolsa de Bogotá, los primeros de la antioqueña se destacaron por darse en un contexto de importante impulso industrial, aceleración de las exportaciones, crecimiento demográfico, etc.;

hecho que propició el éxito irrefutable de la Bolsa de Medellín. A lo largo de dos décadas este organismo fue de vital importancia para la capitalización y la financiación de la industria antioqueña que al igual que la Bolsa encontró un auge particular y, a la vez, contribuyó a la descentralización del mercado de capitales en el país.

La Comisión Nacional de Valores, antes Superintendencia de Valores y ahora Superintendencia Financiera, en 1982 asumió la vigilancia y el control de las Bolsas de Valores, tarea que venía realizando la Superintendencia Bancaria.

En ese nuevo escenario próspero se comenzó a evidenciar el acelerado crecimiento y el empuje de la región occidental colombiana; entonces, el 7 de marzo de 1983 se creó la Bolsa de Occidente S.A. En los años siguientes, el progreso de la actividad bursátil fue totalmente significativo, con aumentos anuales superiores al 230% en los volúmenes de negociación. En 1986 a través de una decisión gubernamental se reactivó considerablemente la oferta de acciones, por medio de un fallo que anunciaba que, de manera gradual, una porción creciente del gasto financiero no sería deducible para efectos tributarios.

El comienzo del siglo XXI trajo consigo la necesidad para las Bolsas de Valores de imponerse el reto de consolidar el mercado nacional de capitales; escenario que demandó precisar el actual proceso de modernización, internacionalización y democratización a través de la integración de las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente; para darle paso el 3 de julio de 2001 a la nueva y única Bolsa de Valores de Colombia (BVC), institución que hoy por hoy se encuentra consolidada para administrar los mercados accionario, cambiario, de derivados y de renta fija del país (de <http://www.bvc.com.co>). *Entre las razones estipuladas para haber integrado las tres bolsas, se encontraron la búsqueda de aumentar la liquidez y profundidad del mercado, así como incrementar el número de participantes y las posibilidades de negocios al centralizarse las operaciones* (Sarmiento, J. & Cristancho, L., 2009, p. 37).

En el 2001 la BVC lanzó el mercado electrónico colombiano (MEC), plataforma mediante la cual se centralizan las operaciones del mercado de la renta fija y se establece a los comisionistas de bolsa como los únicos agentes autorizados para realizar la negociación de acciones en la BVC.

Por el lado del mercado extrabursátil o mercado OTC (Over The Counter), se obtienen recursos directamente de los inversionistas y se ofrecen productos relativamente no estandarizados; generalmente las transacciones hechas deben registrarse en un Sistema Centralizado de Información Financiera como Inverlace, Nexum y Citi Info. Serrano (2005) señala que desde la entrada en operación de estos sistemas en 1997, se ha buscado no solamente el registro de las negociaciones sino también un mejor manejo de éstas a través de medios electrónicos; todo con el fin de brindar una mayor transparencia y eficiencia (Sarmiento, J. & Cristancho, L., 2009, p. 37).

b) Síntesis regulatoria actual⁸

El desarrollo del mercado de valores colombiano se ha visto restringido, de alguna forma, por la doble tributación (ya sea dirigida hacia los socios o a la empresa), el fomento de algunos sectores de la economía mediante el Banco de la República y la creación del sistema UPAC, entre otros aspectos, tal como lo mencionan Carrizosa (1986) y Minhacienda (1996).

En los 80's la crisis financiera y la liberación de tasas de interés, según Urrutia (2000), ocasionaron que se retrasara aún más el desarrollo del mercado accionario; debido a que tales medidas adoptadas para superar la crisis trasladaron el ahorro hacia el mercado bancario. Igualmente, Bernal & Ortega (2004) remarcan que a mediados de esta década había varios inconvenientes que obstaculizaban el avance del mercado, resaltando el elevado nivel de tributación y tasas de interés, la sobre oferta de títulos de renta fija y la concentración de propiedad de las sociedades anónimas. Es a partir de estos impedimentos que desde 1986 se comenzaron a tomar medidas con el fin de dar impulso y mejorar el desarrollo del mercado bursátil colombiano, de alguna manera, debido al proceso de apertura económica que se inició en el Gobierno de Virgilio Barco y se intensificó en el de César Gaviria.

Según muchos estudiosos, el punto de inicio para estimular la emisión de acciones fue la Ley 75 de 1986, que eliminaba la doble tributación y que buscaba generar fortalecimiento y democratización del mercado de capitales. El Decreto 1321 de 1989 complementó la norma previa modificando el impuesto al patrimonio.

En 1990 surgieron varias leyes que modelaron el mercado de valores, entre las principales se encuentran, la 27, 45, 49, 50 y 51 de 1990.

La Ley 27 del 90 es una reforma al mercado público de valores, dando origen a las acciones preferentes sin voto y una introducción al marco regulatorio de las titularizaciones de activos como nuevo mecanismo de dinamización del mercado.

La Ley 45 del 90 es de vital importancia ya que como amplia reforma financiera genera libertad, expide el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y abre el camino para que las sociedades comisionistas de bolsa realizaran operaciones por cuenta propia (OPC); es decir, poder realizar transacciones con recursos propios de la firma y sin solicitud expresa de algún cliente, entre muchas otras modificaciones.

La Ley 49 del 90 continuó el complemento a la Ley 75 del 89 generando beneficios en materia tributaria, entre ellos, eliminando el gravamen sobre la utilidad por valorización del portafolio.

⁸ Basado de manera parcial en Sarmiento, J. & Cristancho, L. (2009, pp. 38-39).

La Ley 50 del 90 como reforma laboral, fue la que creó los fondos de cesantías como nuevos intermediarios en el mercado público y privado de valores, con el fin de impulsar la oferta y demanda.

La Ley 51 del 90 se orientó a generar mayor dinamismo en el mercado, mediante la creación de los títulos de tesorería (TES) como operaciones de endeudamiento interno y externo de la Nación, con el objetivo de financiar al Gobierno y sustituir los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y Títulos de Participación.

Con la Ley 9 de 1991 llegó la reforma cambiaria por la cual se eliminó el papel del Banco Central como único autorizado para realizar transacciones en el mercado cambiario, se anularon múltiples restricciones a la inversión extranjera en el sistema financiero generando oportunidades para ésta misma, permitiendo la operación de fondos extranjeros de carácter tanto individual como institucional. Fortich (2005) destaca la importancia de la ley 9 del 91 y su pertinente concordancia con la Resolución 51 del CONPES, replanteando los parámetros de la inversión extranjera y generando un trato de igual manera que con los agentes nacionales.

La Ley 35 de 1993 fue una nueva reforma financiera que buscaba revisar que los niveles del patrimonio fueran adecuados para salvaguardar la solvencia de los intermediarios financieros, que las operaciones de tales entidades se realizaran en adecuadas condiciones de seguridad y de transparencia, pretendiendo promover la libre competencia y la eficiencia por parte de dichas entidades. Otros de los objetivos de esta reforma era la democratización del crédito, la reglamentación de la enajenación de las acciones y de bonos del Estado, protección y promoción del desarrollo de las instituciones financieras de la economía solidaria y que el mercado de valores se desarrollara en las más amplias condiciones de transparencia, competitividad y seguridad propendiendo por la existencia de niveles crecientes de ahorro e inversión privada.

La Ley 100 de 1993 es la Ley de reforma laboral, mediante la cual se introdujo a los Fondos de Pensiones Privados como nuevos intermediarios para incentivar la demanda de papeles en el mercado, atizar el ahorro privado y reducir las obligaciones sobre las finanzas públicas.

Éstas han sido las regulaciones y reformas de mayor significancia para el mercado de valores nacional; ahora, es importante señalar las normas que rigen actualmente al mercado.

En el Decreto 2739 de 1991, de conformidad con los artículos transitorios número 6 y 52 de la Constitución Política, se adecúa la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia.

En el Decreto 663 de 1993 se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. La Resolución 400 y 1200 de 1995 actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General

de la Superintendencia de Valores, a la vez que se integran otras por vía de referencia.

Por medio de la Circular Externa 100 de 1995 de la Superintendencia de Valores se establece una amplia regulación en materia contable y financiera, de donde cabe destacar algunos capítulos como: I. Evaluación de inversiones; II. Gestión del riesgo de crédito; VI. Reglas relativas a la administración del riesgo de liquidez; VII-X. Estados financieros (comparativos, intermedios, de fin de ejercicio y consolidados); XI. Valoración de carteras colectivas; XIII-1. Relación de activos ponderados por su nivel de riesgo; XV. Titularización de cartera de créditos, entre otros.

La Circular Básica Jurídica 007 de 1996 contiene instrucciones generales relativas a las operaciones comunes a los establecimientos de crédito. Disposiciones especiales relativas a las operaciones de los establecimientos de crédito en particular. Entidades administradoras de pensiones y cesantías. Disposiciones especiales relativas a las operaciones de las sociedades fiduciarias y almacenes generales de depósito. Capitalización, seguros e intermedios.

Mediante la Resolución 497 de 2003 (modificando la Resolución 1200 de 1995) se ordena que las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores, incluidos los fondos mutuos de inversión sujetos a control, deben adoptar en su contabilidad el Plan Único de Cuentas, ya que el registro uniforme de las operaciones financieras y económicas que realicen las entidades vigiladas es un mecanismo fundamental para la transparencia de la información contable y, por consiguiente, para su claridad y confiabilidad. Ello permite una evaluación permanente de la situación y la evolución de tales entidades. Y, es por eso, que con la uniformidad en el registro de las transacciones contables se logra un mejor entendimiento de la solvencia, solidez, liquidez y situación financiera de las entidades vigiladas, permitiendo la adopción de decisiones adecuadas para quienes tienen como soporte de ellas a la contabilidad.

La Ley 964 de 2005 se podría considerar como la de mayor importancia con respecto al mercado de valores nacional, es por la cual se dictan las normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los que debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

En el Decreto 4327 de 2005 es mediante el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura.

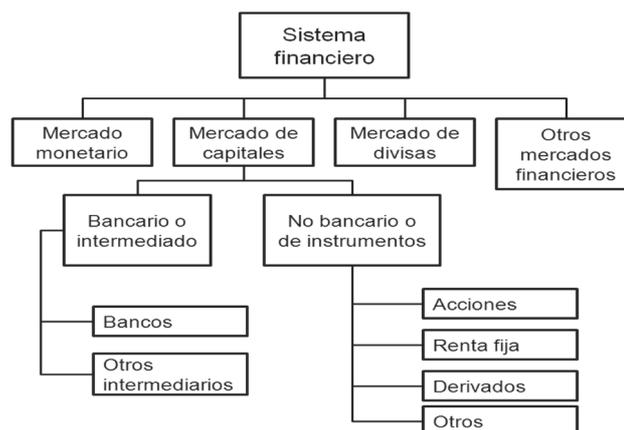
El Decreto 422 de 2006 determina la conformación y las funciones del Consejo Asesor de la Superintendencia Financiera de Colombia y dicta otras disposiciones.

Este ha sido un repaso por la normativa reciente más importante concerniente al mercado de valores; es pertinente resaltar que la norma de mayor aplicación sobre el mercado es la Ley 964 de 2005, al igual que el Decreto 422 de 2006 mediante el cual se originan las circunstancias específicas de dirección e interacción entre los agentes, así como los mecanismos organizados de desarrollo eficaz y operativo utilizados. Es relevante destacar que la mayor parte de operaciones financieras en Colombia se encuentra en plena conformidad con la dirección de las leyes, su obediencia y tratamiento operativo mediante el cual se entienden y acatan las pautas definidas tanto para las emisiones como para las colocaciones, tomando el Código de Comercio como la herramienta supervisora, que sobrelleva los mecanismos operantes a nivel eficaz de los diversos transcurros y crea circunstancias específicas en cuanto al progreso de los mismos.

Mientras se estaba terminando de escribir este trabajo, se emitió el Decreto 2555 de 2010, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones, mediante las cuales se pretende acumular la dispersa regulación financiera en un solo estatuto abarcador.

c) Inventario y clasificación de instrumentos transados⁹

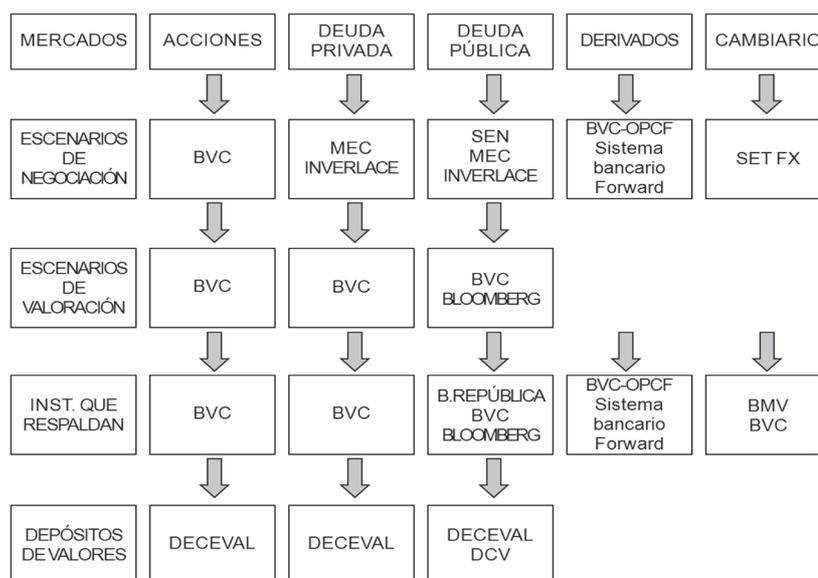
El mercado de capitales se divide en mercado intermediado y mercado no intermediado según el tipo de instrumento y organismo que participe. El mercado intermediado o bancario es aquel en donde se da lugar a la transferencia del ahorro a la inversión por medio de intermediarios, que pueden ser bancos, establecimientos financieros, fondos, etc. Por el contrario, en el mercado no intermediado o de valores, la transferencia se efectúa por medio de instrumentos tales como la renta fija, variable, derivados y otros más.



Fuente: BRC Investor Services S.A.

⁹ Basado parcialmente en el documento BRC – Sociedad Calificadora de Valores BRC Investor Services S.A. (2007).

En la actualidad, se pueden diferenciar cinco grandes mercados, teniendo en cuenta que la renta fija se divide en deuda pública y deuda privada; cada uno con su respectivo escenario de negociación y valoración, institución que respalda y depósito de valores.



Fuente: BVC

Ahora, para entrar a realizar un inventario de los instrumentos que hacen parte del mercado de capitales nacional, hay que entrar a preguntarse cuál es el significado de cada uno de estos mercados.

Mercado de renta variable

El mercado de renta variable es aquel en donde la rentabilidad de la inversión está vinculada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se invirtió, y por las ganancias de capital obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y de venta. En esta oferta y demanda participan personas naturales y jurídicas que buscan obtener rentabilidad, lo que garantiza que los interesados siempre podrán comprar o vender los papeles demandados.

En este mercado se negocian:

- ♦ Acciones.
- ♦ Boceas (bonos convertibles en acciones).
- ♦ Derechos de suscripción.
- ♦ Otros papeles que por sus características se puedan semejar a los anteriores a juicio de la Bolsa.

Tipos de acciones

- ♦ Acciones ordinarias: conllevan todos los derechos inherentes a la calidad de accionista en igualdad de condiciones para todos los titulares.
- ♦ Acciones preferenciales: el accionista tiene preferencia sobre activos residuales después del pago a acreedores y prioridad sobre las acciones ordinarias en relación con la propiedad del capital. Su participación en el crecimiento de la empresa es limitada. No tiene voto en la asamblea de accionistas. Deben estar inspeccionadas por el Estado. Su emisión debe estar prevista en los estatutos. Deben estar inscritas en una Bolsa de Valores.
- ♦ Acciones privilegiadas: cuando, además de los derechos naturales de una acción, concede otros derechos que sólo pueden ser ventajas económicas; se pueden emitir bajo el voto favorable del 75% de las acciones suscritas.

Mercado de renta fija

Los instrumentos de inversión de renta fija son emisiones de deuda que realizan el Estado (deuda pública) y las empresas (deuda privada), dirigidas a los participantes del mercado de capitales. Son valores que cuentan con rentabilidad y condiciones conocidas por los inversionistas en el momento de la transacción, y que pueden ser emitidos en pesos colombianos o en moneda extranjera, dólares y euros, entre otros.

Deuda privada

Es la deuda que contraen las compañías de carácter privado con personas naturales o jurídicas en el ámbito nacional con el fin de obtener recursos monetarios.

Bajo este carácter se encuentran:

- ♦ Bonos: títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o de una entidad sujeta a la inspección y vigilancia del gobierno.
- ♦ Papeles comerciales: su plazo debe ser superior a 15 días e inferior a un año, contado desde la fecha de suscripción. El monto de la oferta pública debe ser superior a dos mil salarios mínimos. Se deben inscribir los títulos en una bolsa de valores, previa publicación del aviso de la oferta pública.
- ♦ Certificados de depósito a término (CDT): certificados expedidos por el banco a solicitud del interesado, sobre depósitos a término, en los que se ha estipulado a favor del banco un preaviso o término para exigir su restitución. Son susceptibles de emisión en serie o en masa. Su plazo

no puede ser inferior a un mes, son irredimibles antes de su vencimiento. Estos títulos pueden ser expedidos por corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. Y pueden ser expedidos a cualquier clase de clientes sin ningún requisito adicional.

- ♦ Titularización: consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades con activos y bienes, presentes o futuros, destinados a garantizar y a pagar valores emitidos a favor de inversionistas, independientes del patrimonio del cedente o “entidad originadora”. Entre las clases de titularizaciones se encuentran: hipotecaria, inmobiliaria, créditos y proyectos.

Deuda pública

Es la deuda interna que tiene el Estado con personas naturales o jurídicas en el ámbito nacional, la cual ha sido contraída principalmente mediante la emisión de títulos valor en el mercado público de valores. El mercado de deuda pública es la compra-venta de títulos ya sea en el mercado primario o secundario o a través de una bolsa de valores o el mercado mostrador (OTC).

Se pueden diferenciar dos categorías¹⁰:

- ♦ Deuda pública interna: títulos TES B totales, cupones, principales, TES corto plazo, TES B mixto, TES Ley 546, Fogafín, TRD, títulos de desarrollo agropecuario, bonos agrarios, bonos para la seguridad.
- Deuda pública externa: Yankees, Globales, etc.

TES

Los TES fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del gobierno mediante la Ley 51 de 1990, con el objetivo de ser utilizados para financiar las operaciones presupuestales, reemplazar a su vencimiento los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y los Títulos de Participación. Su objeto es el manejo de liquidez del Estado y regular el mercado monetario o cambiario. Se pueden encontrar de diferentes clases: TES clase A, TES clase B, TES clase B a tasa fija (en pesos), TES clase B a tasa fija (en dólares), TES clase B a tasa fija (en UVR), TES clase B a tasa variable (indexados al IPC), TES clase B mixtos.

Yankees

Son títulos denominados en dólares emitidos en el mercado norteamericano y bajo la legislación de ese país.

¹⁰ Para profundizar en las especificaciones de cada uno de estos títulos se recomienda el sitio web del Banco de la República. <http://www.banrep.gov.co>

Mercado de derivados

Los productos derivados son activos financieros contingentes cuyo precio depende o se deriva del comportamiento de otro activo o variable subyacente. En términos generales, un derivado es un acuerdo de compra o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes, sobre los que se crea el derivado, pueden ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles y materias primas, entre otros.

El mundo de los derivados se clasifica en dos categorías, según el tipo de mercado en que se negocien los instrumentos: derivados no estandarizados o transados en el mercado mostrador (OTC, por su sigla en inglés que significa "Over the Counter") y derivados estandarizados.

El derivado no estandarizado más utilizado son los Forward, que son contratos no estandarizados de compra-venta en los cuales las partes se comprometen a comprar o a vender cierta cantidad de determinado bien en una fecha futura al precio pactado. Su diferencia con los futuros es que los forwards no son estandarizados y no tienen garantías que sí ofrecen los contratos futuros.

Derivados no estandarizados

Los derivados no estandarizados, u OTC, se caracterizan por ser contratos bilaterales, en donde las condiciones de la transacción se especifican completamente, y única y exclusivamente entre las partes. Su principal ventaja es que el contrato puede ser diseñado a la medida de las necesidades del inversionista. Su desventaja es que, por el mismo hecho de ser un contrato bilateral, no siempre es fácil encontrar una contraparte dispuesta a realizar el negocio. Además de la iliquidez, los derivados OTC implican asumir el riesgo de contraparte, es decir, el riesgo de que alguno de los dos inversionistas que suscriben el contrato entre en dificultades financieras y sea incapaz de cumplir con sus obligaciones. Los derivados OTC más comunes son Forwards, Swaps, entre otros.

Derivados estandarizados

Los derivados estandarizados, en cambio, se negocian a través de mercados organizados como son las bolsas, y bajo condiciones previamente establecidas. De esa forma, el tipo de producto, las especificaciones del subyacente y la fecha de vencimiento de cada contrato es determinado por la bolsa donde se transe el derivado. Así, el precio es la única variable que debe ser determinada por el mercado.

En los derivados estandarizados, el riesgo de contraparte es inexistente debido a que la cámara de compensación (CRCC en Colombia) se inter-

pone entre los inversionistas que realicen una negociación, asegurando el cumplimiento de las condiciones del contrato para ambas partes mediante una adecuada administración de riesgos, el uso de garantías y en última instancia, su propio capital. La principal desventaja de los derivados estandarizados es que, debido a la estandarización, es más difícil ajustar el producto a las necesidades específicas de cada inversionista. Sin embargo, los beneficios en términos de alta liquidez y de profundidad de los mercados, y la eliminación del riesgo de contraparte superan ampliamente las desventajas.

Los derivados estandarizados más utilizados son los Futuros y las Opciones.

- ♦ Futuros: son contratos a plazo estandarizados, negociados en un mercado organizado en donde las partes se obligan a comprar o a vender un activo en una fecha futura.
- ♦ Opciones: Un contrato de opciones confiere el derecho, mas no la obligación, de comprar (call) o vender (put) un activo a un precio específico hasta o en una fecha futura. Por este derecho se paga una prima.

Diferencias entre Futuros, Opciones y Forward

	FUTUROS	OPCIONES	FORWARD
Términos del contrato, tamaño y fecha de vencimiento	Estandarizados	Estandarizados	Ajustados a las necesidades de las partes.
Mercado	Mercado organizado	Mercado organizado	No bursátil. OTC
Formación de precios	Responde a la cotización abierta (fuerzas de oferta y demanda).	Responde a la cotización abierta (fuerzas de oferta y demanda).	Responde a la negociación entre las partes.
Relación comprador/vendedor	Anónima	Anónima	Directa
Garantías	Obligatoriedad de constituir garantías por parte del comprador y del vendedor para cubrir riesgos. La constitución de garantías adicionales se llevará a cabo en función de los precios de mercado.	El derecho se obtiene mediante el pago de una prima.	No existe. Hay riesgo de contraparte para el intermediario financiero y línea de crédito.
Cumplimiento de la operación	El cumplimiento de las operaciones se realiza como un NDF en la fecha de vencimiento de los contratos. Sin embargo, existe la posibilidad de liquidar la operación en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento mediante la realización de la posición contraria.	Las opciones pueden ser ejercidas en cualquier momento hasta su vencimiento (opciones americanas) solamente en el vencimiento (opciones europeas) o dejarla expirar sin ejercer.	Las partes están obligadas a cumplir la operación en la fecha determinada. Este cumplimiento puede implicar la entrega física del activo o la liquidación como una diferencia contra el índice de mercado.

Fuente: BVC

Operaciones a plazo de cumplimiento financiero

Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCF) son contratos de futuro estandarizados respecto al tamaño del contrato, fecha de vencimiento y número de vencimientos abiertos, en el cual se establece la obligación de comprar o vender cierta cantidad de un activo en una fecha futura a un precio determinado, asumiendo las partes la obligación de celebrarlo y el compromiso de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precios del contrato, durante la vigencia del mismo y su liquidación.

Mercado de divisas

El sistema electrónico de transacciones e información del mercado de divisas (SET FX), administrado por Integrados FX S.A., es un mecanismo electrónico a través del cual las entidades afiliadas pueden mediante estaciones de trabajo conectadas a una red computacional, en sesiones de negociación, ingresar ofertas y demandas, cotizar y/o celebrar entre ellas las operaciones, contratos y transacciones propias a su régimen legal en el mercado cambiario.

En el mercado de divisas se pueden diferenciar dos tipos de operaciones: Operaciones Spot y Operaciones a Plazo.

- ♦ Operaciones Spot: cuando la entrega de las divisas se efectúa en un plazo máximo de dos días. El precio resultante de las operaciones es el tipo de cambio diario y con el que se calcula diariamente el valor de la tasa representativa del mercado.
- ♦ Operaciones a Plazo (Forward): aquellas en las que el plazo de entrega de las divisas es superior, en general, a dos días hábiles, fijándose previamente el tipo de cambio de la operación. Su función principal es la cobertura del riesgo de cambio.

En SET FX realizan transacciones:

- ♦ Bancos
- ♦ Corporaciones financieras
- ♦ Compañías de financiamiento comercial
- ♦ Sociedades comisionistas de bolsa
- ♦ Casas de cambio
- ♦ Sector público (Banco de la República y Ministerio de Hacienda)

d) Clasificación y descripción de la metodología valorativa aplicada en el mercado financiero nacional: el aire de familia con IASB

En cuanto se trata de la estructura regulatoria del sector financiero de Colombia en general, y de los criterios de clasificación, reconocimiento y de medición contable de los instrumentos financieros en particular, hay que decir que nuestro país ha sido un alumno ejemplar en el seguimiento de las orientaciones originadas en los estrados de los macroreguladores internacionales, entre otros, Basilea I y II, para las entidades financieras y, ahora, el IASB en lo contable.

Si uno se detiene a comparar los contenidos regulatorios prescritos en la ley colombiana con las orientaciones emitidas por los mencionados organismos, encontrará más que un aire de familia. Múltiples disposiciones legales (circulares, resoluciones, decretos reglamentarios, decretos ley o leyes) reproducen tales contenidos o periódicamente los actualizan, cuando han sido modificados en la fuente.

En el tema contable no ha significado ningún inconveniente el que el marco conceptual, al que deben adscribirse tales normas, que son de obligatorio cumplimiento en el sector financiero en el país, contenidas en el D.R. 2649-93, establezca unas macrorreglas o normas básicas, que difieren en la noción de reconocimiento y de medición establecidas en las normas IASB. Por encima de tales macrorreglas se ha desarrollado un profuso entramado de disposiciones que han acogido el criterio del devengo probable, concomitante con el denominado “valor justo de mercado” o valor razonable.

A continuación se van a citar textualmente algunos párrafos que representan los criterios de clasificación y de medición vigentes en Colombia, tomados del plan de cuentas para las instituciones financieras, Resolución 497 de 2003, emitida por la Superintendencia de Valores y aún vigente, con el fin de establecer, comparativamente con la NIC 39, su similitud.

Las inversiones se clasifican en inversiones negociables, inversiones para mantener hasta el vencimiento e inversiones disponibles para la venta. A su vez, las inversiones negociables y las inversiones disponibles para la venta se clasifican en valores o títulos de deuda y valores o títulos participativos.

Se entienden como valores o títulos de deuda aquellos que otorguen al titular del respectivo valor o título la calidad de acreedor del emisor.

Se entienden como valores o títulos participativos aquellos que otorguen al titular del respectivo valor o título la calidad de copropietario del emisor.

1. Inversiones negociables

Se clasifican como inversiones negociables todos los valores o títulos que han sido adquiridos con el propósito principal de obtener utilidades por las fluctuaciones del precio a corto plazo.

2. Inversiones para mantener hasta el vencimiento

Se considerarán inversiones para mantener hasta el vencimiento, todos los valores o títulos de deuda respecto de los cuales el inversionista tiene el propósito serio y la capacidad legal, contractual, financiera y operativa de mantenerlos hasta el vencimiento de su plazo de maduración o redención.

El propósito serio de mantener la inversión es la intención positiva e inequívoca de no enajenar el valor o título, de tal manera, que los derechos en él incorporados se entiendan en cabeza del inversionista.

Con los valores o títulos clasificados como inversiones para mantener hasta el vencimiento, no se podrán realizar operaciones de liquidez, salvo en los casos y para los fines que de manera excepcional determine las Superintendencia de Valores.

3. Inversiones disponibles para la venta

Se considerarán inversiones disponibles para la venta, todos los valores o títulos que no se clasifiquen como parte de las inversiones negociables o de las inversiones para mantener hasta el vencimiento, y respecto de los cuales el inversionista tiene el propósito serio y la capacidad legal, contractual, financiera y operativa de mantenerlos, cuando menos, durante un año contado a partir del primer día en que fueron clasificados por primera vez, o que fueron reclasificadas como inversiones disponibles para la venta o hasta su redención cuando el plazo para ésta sea inferior a un año.

Valoración de las inversiones

La valoración de las inversiones tiene como objetivo fundamental el cálculo, el registro contable y la revelación al mercado del valor o precio justo de intercambio al cual determinado valor o título, podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares y dentro de las condiciones prevalentes en el mercado en dicha fecha.

El valor o precio justo de intercambio que se establezca debe corresponder a aquel por el cual un comprador y un vendedor, suficientemente informados, están dispuestos a transar el correspondiente valor o título.

Los valores o títulos clasificados como inversiones para mantener hasta el vencimiento, se valoran en forma exponencial a partir de la tasa interna de retorno calculada en el momento de la compra. No obstante, cuando una inversión, después de adquirida, sea reclasificada de acuerdo con las normas vigentes, "para mantener hasta el vencimiento", para efectos del cálculo de la tasa interna de retorno se tomará como valor de compra el valor por el cual se debe encontrar registrada la inversión antes de la reclasificación.

Tratándose de inversiones en valores o títulos de deuda, para el cálculo de la tasa interna de retorno para determinar el valor presente se seguirá el procedimiento anterior.

La valoración de las inversiones se debe efectuar diariamente, de conformidad con lo dispuesto en el título séptimo de la parte primera de la resolución 1200 de 1995. Los registros contables para el reconocimiento de la valoración se realizarán con la misma frecuencia.

Los valores o títulos participativos clasificados como inversiones negociables se valoran a precios de mercado, de acuerdo con las instrucciones impartidas en el capítulo 1 de la circular básica contable y financiera (C:E: 100 de 1995).

Cuando los dividendos o utilidades se repartan en especie, incluidos los derivados de la capitalización de la cuenta revalorización del patrimonio, no se registrarán como ingreso y, por ende, no afectarán el valor de la inversión. En este caso sólo se procederá a variar el número de derechos sociales en los libros de contabilidad respectivos. Los dividendos o utilidades que se repartan en efectivo se contabilizarán como un menor valor de la inversión.

Como se afirmó anteriormente, la similitud de contenidos entre la norma nacional y el estándar emitido por IASB, en este caso la NIC 39, nos muestra un aire de familia inocultable. En las dos regulaciones se clasifican las inversiones en grupos (en la NIC 39¹¹ cuatro grupos, y en la regulación nacional (Resolución 497 de 2003) 3 grupos), tres de los cuales coinciden en sus nombres y son similares en contenidos regulatorios; en las dos regulaciones se adopta “el valor razonable o justo” para uno de los grupos de instrumentos, cuyos efectos de incremento o decremento valorativo afectan resultados de forma inmediata; en los dos se utiliza una forma de valoración futura, mediante el cálculo de flujos de entrada o de salida (valor presente o costo amortizado).

Para ratificar lo afirmado arriba, sobre la línea seguida en nuestro país, a continuación extractamos de la Circular Externa 13 de 2008 emitida por la Superintendencia Financiera los siguientes apartados, que confirman la adecuación de contenidos regulatorios, cada vez más cercanos a los contemplados en la regulación IASB:

Valor razonable o valor justo

Es el importe por el cual podría ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua, es decir, el valor razonable de mercado.

Unidad generadora de efectivo o línea de negocio

Es el grupo identificable de activos más pequeño que genera entradas de efectivo a favor de la entidad que son, en buena medida, independientes de los flujos de efectivo derivados de otros activos o grupos de activos. En otras palabras, una unidad

¹¹ La NIC 39 está sufriendo un proceso de reestructuración, a través de la NIIF 9, que está en desarrollo. Sus prescripciones se harán efectivas a partir de 2012, pero admite aplicación temprana.

generadora de efectivo se asimila a la línea de negocio más pequeña que pueda identificarse en cada entidad; por ejemplo, dentro de la cartera de consumo podrían existir varias líneas como tarjeta de crédito, vehículos, libranzas, entre otras.

Pérdida por deterioro del valor

Esta situación se presenta cuando el valor razonable de la línea de negocio es inferior al valor en libros de la misma.

En estos últimos párrafos, el parecido entre los dos referentes regulatorios es casi una coincidencia, por ejemplo, el concepto de valor razonable es idéntico, y los dos criterios restantes (unidad generadora de efectivo y pérdida por deterioro de valor), que en el modelo regulatorio 2649-93 no aparecen, aquí lo hacen con significados casi coincidentes con los del IASB.

Dentro de esta reseña regulatoria nos parece importante resaltar la disposición de orientación fiscal, pero cuyo contenido se dirige a la protección del patrimonio del contribuyente en un escenario de aplicación del valor razonable, que está incluida dentro de las disposiciones del plan de cuentas para el sector financiero, Res. 497 de 2003.

Reserva establecida en el decreto 2336 de 1995 y su tratamiento contable

El tratamiento contable de la reserva a que hace referencia el Decreto 2336 de 1995 se regirá por las siguientes instrucciones:

Con las utilidades obtenidas en la valoración de las inversiones negociables al cierre del ejercicio contable, que correspondan a ingresos no realizados fiscalmente en los términos del artículo 27 y demás normas concordantes del Estatuto Tributario, se constituirá una reserva, que se denominará reserva por valoración de inversiones negociables, la cual se afectará cuando se capitalicen tales utilidades o se realice, fiscalmente, el ingreso.

En el evento que una entidad en un ejercicio contable decida capitalizar las utilidades derivadas de la valoración de las inversiones negociables, no será necesaria la constitución de la reserva.

Si el resultado del ejercicio contable arroja pérdidas no se constituirá la reserva a que hace referencia esta circular. En caso de que las utilidades por la valoración de las inversiones sean superiores a las utilidades del ejercicio, la reserva se formará a prorrata con las utilidades de cada título.

Exceptuando la última disposición citada, lo anterior nos permite concluir, respecto de la tendencia regulatoria de Colombia en el sector financiero, de asimilarse a la orientación del IASB, sobrepasando de manera notable los criterios contenidos en el marco conceptual legal de la contabilidad, D. 2649-93, vigente en nuestro país, en lo relativo a la esencia sobre la forma

de los hechos, la realización de ingresos, costos y gastos, el mantenimiento del patrimonio, entre otros, para el sector privado de la economía.

e) Evaluación conclusiva sobre la eficiencia en el mercado de capitales colombiano

Es pertinente, para este estudio, saber si el mercado de capitales nacional es eficiente, por lo menos en su forma débil, para así poder exponer las posibles consecuencias de la aplicación del valor razonable en relación con la adopción del modelo de contabilidad internacional impulsado por el IASB.

Es de común aceptación el uso del análisis técnico como método para contrastar la hipótesis de eficiencia del mercado; considerando que si a través del uso de las reglas de este tipo de análisis se pueden llegar a obtener rendimientos superiores a los del mercado, se rechazaría dicha hipótesis.

A nivel internacional se encuentran numerosas indagaciones sobre la eficiencia de los mercados, tomando como referencia el uso del análisis técnico. Park e Irwin (2004) señalan que de 92 investigaciones relativamente recientes el 63% mostró resultados favorables, el 26% desfavorables y el 11% restante resultados mixtos. Paulos (2003) explica que debido a la aparente preferencia psicológica de algunos agentes del mercado por seguir a otros agentes "líderes" o las mismas tendencias de precios, se podría justificar el análisis técnico.

Otros estudios que han explicado que el uso de estrategias de análisis técnico pueden, de cierta manera, predecir el comportamiento futuro de las acciones y los índices son: Neftci (1991); Jegadeesh y Titman (1993); Chang y Osler (1994); Neely, Weller y Dittmar (1997); Allen y Karjalainen (1999); Lo y MacKinlay (1999); etc.

Ahora, con respecto al mercado colombiano se encuentran investigaciones a favor y en contra de la existencia de eficiencia, aunque en su mayoría en contra. Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002) consideran al mercado nacional ineficiente pues se demora en asimilar los choques exógenos a los precios. Arbeláez e Isaza, (2005) y Giraldo y Jaramillo (2006) concluyen a favor del análisis técnico; Uribe (2007) sostiene que el mercado de acciones colombiano no es eficiente en el sentido débil, considerando que deja por fuera cierta información relevante a la hora de fijar los precios. Berruecos (2002) prueba la ineficiencia de la Bolsa colombiana a través de medias móviles pero sólo para el período anterior a la fusión.

En el estudio "*La dinamización del mercado de valores en Colombia*" realizado en el AMV (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia), se considera que la bolsa es eficiente en valorar en el largo plazo pero

no necesariamente en el corto, a la vez, afirman que los indicadores de eficiencia han mejorado en los últimos años pero continúan relativamente bajos con respecto a las otras bolsas de la región, relacionando el siguiente cuadro:

Evolución del volumen de acciones transadas en Latinoamérica - (% de PIB)

Año	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil
2002	1	4	0	5	2	9
2003	2	9	0	4	2	12
2004	3	13	2	7	2	16
2005	4	16	8	7	3	19
2006	2	20	11	12	6	26
2007	3	30	10	16	10	46

Fuente: Levine (2005) para 2002-2005, WFE y FMI WEO para 2006 y 2007

Sin embargo, Agudelo y Uribe (2007) critican algunos estudios de este tipo debido a la falta de un análisis estadístico riguroso de las utilidades; a la vez, los resultados de su estudio respaldan la versión débil de eficiencia del mercado colombiano al encontrar que no es posible, de manera consistente, obtener beneficios económicos con base en los comportamientos históricos de las acciones. Es pertinente destacar que dejan abierta la posibilidad de que algunas estrategias de inversión basadas en el análisis técnico puedan superar la rentabilidad de una estrategia pasiva, ya que las pruebas estadísticas aplicadas no permiten descartarlas debido a que tales estrategias se basan en complejas funciones no lineales de precios y otras variables transaccionales.

Si bien existe un estudio que respalda la hipótesis de eficiencia débil, sería poco consecuente considerar al mercado de capitales colombiano como tal, dada la cantidad de investigaciones que muestran lo contrario. Hay que señalar que el objetivo de este artículo no es el de demostrar o contrastar la existencia de eficiencia en el mercado, sino, como se dijo anteriormente, evaluar las consecuencias de adoptar una normativa desarrollada para un mercado eficiente, en uno como el colombiano.

4. La eficiencia y la valoración en los mercados no financieros

a) Consideraciones acerca de la eficiencia en los mercados no financieros

Tan sólo idealmente los mercados son eficientes en el sentido de que rara vez en ellos se dan las condiciones técnicas llamadas de competencia perfecta. Los mercados eficientes o de competencia perfecta son aquellos en los que se asume que existen tantos vendedores como compradores de un mismo bien o servicio, que ninguno de ellos, actuando independientemente, puede influir sobre la determinación del precio y que éste, a su vez, está dado y es fijado por las mismas fuerzas del mercado.

La competencia perfecta es una representación idealizada de los mercados de bienes y de servicios en la que la interacción recíproca de la oferta y la demanda determina el precio. Un mercado de competencia perfecta es aquel en el que existen muchos compradores y muchos vendedores, de manera que ningún comprador o vendedor individual ejerce influencia decisiva sobre el precio. Para que esto ocurra, deben cumplirse estos siete elementos:

1. Existencia de un elevado número de oferentes y demandantes. La decisión individual de cada uno de ellos ejercerá escasa influencia sobre el mercado global.
2. Homogeneidad del producto. No existen diferencias entre los productos que venden los oferentes.
3. Libre y suficiente información de precios entre los compradores y los vendedores.
4. Transparencia del mercado. Todos los participantes tienen pleno conocimiento de las condiciones generales en que opera el mercado.
5. Libertad de entrada y salida de empresas. Todas las empresas, cuando lo deseen, podrán entrar y salir del mercado.
6. Libre acceso a recursos.
7. Beneficio igual a cero en el largo plazo.

La esencia de la competencia perfecta no está referida tanto a la rivalidad como a la dispersión de la capacidad de control que los agentes económicos pueden ejercer sobre la marca del mercado. Cuando se viola flagrantemente alguno de los requisitos para la competencia perfecta se produce un fallo de mercado.

En los mercados de competencia perfecta, las empresas que pretenden obtener mayores beneficios deben recurrir al máximo aprovechamiento de la tecnología. Por lo tanto, la búsqueda de mayores beneficios va asociada a la combinación más eficiente y rentable de los factores productivos y a la modernización de la tecnología.

El mercado perfecto es el espacio de negocio que usan los vendedores para obtener su máxima ganancia, cuando ellos venden a los compradores, clientes o consumidores. Al mismo tiempo, el mercado es el escenario donde los compradores acuden para obtener los productos, bienes o servicios requeridos para satisfacer sus necesidades a los mejores precios y condiciones. Si se encuentran tales circunstancias, se cumplen los requisitos del mercado perfecto y, en consecuencia, de eficiencia del mercado.

En este escenario el mercado sí es un eficiente asignador del precio y cada partícipe lo acata, como la mejor medición que pueda hacerse del valor de intercambio. Este es un precio que a cada productor le servirá para determinar la cantidad económica que puede ofrecer y vender con éxito en el mercado. Dadas las condiciones técnicas y financieras particulares de cada productor, su capacidad de oferta y su punto de equilibrio serán diferentes, por lo que cada oferente participará según tales condiciones en el mercado.

Por su parte, la ausencia de uno o más elementos de la lista citada, produce la ineficiencia del mercado, que no es otra circunstancia que aquella en que uno o más participantes, vendedores o compradores, pero no todos, disponen de alguna ventaja para “batir el mercado”, imponiendo condiciones que les permiten incrementar su tasa de ganancia frente a los demás.

Esta condición de ineficiencia es la más recurrente en los mercados de bienes y servicios no financieros. Un factor que apuntala una forma de hipótesis contraria, esto es, “la inexistencia de los mercados eficientes no financieros” es la ausencia de estudios sobre la eficiencia de estos mercados, lo que contrasta con la múltiple y constante afluencia de procesos investigativos y de artículos que abordan el tema del mismo estudio orientado a los mercados financieros.

La presencia de mono u oligopolios y de mono u oligopsonios, es la característica típica de los mercados teóricamente denominados “libres”. A veces, por la dificultad tecnológica para producir el bien o el servicio, o por escasez de capitales, un país o región no cuenta con el número adecuado de inversionistas y de empresarios que se aventuren a invertir y a gestionar una empresa. En estos casos se recurre a inversionistas externos, que por naturales razones de interés capitalista financiero, tratarán de obtener el máximo rendimiento de su inversión.

Por ejemplo, consideremos un caso hipotético de prestación de un servicio, de telefonía, de agua potable, o de transporte. El Estado, por disposiciones constitucionales, como ocurre en Colombia, ha cedido la prestación de los servicios públicos a los particulares. Las inversiones que deben realizarse para la dotación de infraestructura en el sector del servicio son considerables. Esto de partida constituye una barrera de entrada difícil de sortear. Quien se aventure a invertir en tales circunstancias va a exigir cierto margen de libertad para fijar las tarifas de venta del servicio, que le permita recuperar el costo de la inversión en el menor tiempo posible. Si el Estado permite tal actuación, la fijación del precio se hará más en consideración de la conveniencia financiera del productor que del bienestar de los consumidores, quienes estarán sometidos a esta ineficiencia del mercado.

El Estado puede mantener su autonomía mediante el poder regulador de tarifas. En teoría, así se hace en Colombia a través de la CREG (Comisión

de Regulación de Energía y Gas), o de la CRC (Comisión de Regulación de Comunicaciones), pero casos similares a los del ejemplo son recurrentes en nuestro país. Sin embargo, los precios de los servicios públicos domiciliarios, después de la aplicación de la política de disminución del tamaño del Estado y de la privatización de esta área de la economía, por disposiciones gubernamentales, en la década de los 90's, se han incrementado en tasas muy superiores a las de la inflación. Esto ha permitido a inversionistas extranjeros repatriar a sus países de origen, en pocos años, los capitales invertidos, pero continuar con la propiedad y con el negocio en nuestro país.¹²

Esta situación se debe a que el Estado depende de alguna manera de tales entidades, ya sea por orientaciones de organismos de financiación supranacionales, como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, por compromisos contractuales, ya por injerencia de funcionarios públicos cooptados por las empresas interesadas, ya por la actividad de parlamentarios que ceden a las gabelas ofrecidas por tales entidades para agenciar, desde el Congreso de la República, reformas legales proclives a sus intereses, etc. El resultado es la existencia de múltiples mercados ineficientes. Más, cuando por filosofía de los gobiernos de turno, se adoptan políticas como la actual, de la "confianza inversionista", que traducida a términos contractuales, orientará la acción del Estado más a conceder la libertad de precios y tarifas, que a su control estricto.

Como conclusión lógica de esta breve reflexión, los mercados no financieros, si bien parecen no haber sido objeto de investigación rigurosa a propósito de su eficiencia, no es aventurado afirmar que, en general, se caracterizan por su ineficiencia, permitiendo la acción de compradores, vendedores y arbitrajistas o comisionistas, que pueden sacar ventajas o sufrir pérdidas, en los procesos transaccionales, dependiendo de las circunstancias particulares de información, la formalidad del mercado y de la transacción, la capacidad financiera, la pericia mercantil y técnica; y de la presencia, laxitud o ausencia de la regulación correspondiente.¹³

12 Para ilustrar este tema pueden estudiarse varios casos de privatización de servicios públicos, unos más adecuados para el Estado colombiano (como por ejemplo, el caso de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá, por ser asociación de capital público nacional con capital privado extranjero -España y Chile-, sin pérdida de control); otros menos convenientes, por ser cesión de espacios nacionales para explotación de servicios públicos por el capital externo, como el de la telefonía fija y móvil (casos de Comcel -Telmex International de México-; Tigo -Millicon International Cellular S.A, de Luxemburgo-; y Movistar -Telefónica de España-), cuando en el país existían las condiciones que el capital y la tecnología nacional, pública y privada, hubieran podido desarrollar.

13 Además de los organismos públicos especiales de regulación y vigilancia de precios para ciertas ramas de actividad, como la CREG o la CRC, para energía, gas y comunicaciones, en Colombia actúa la Superintendencia de Industria y Comercio, entidad que por mandato legal debe velar por la observancia de las disposiciones sobre promoción de la competencia y prácticas comerciales restrictivas en los mercados nacionales, ..., para mejorar la eficiencia del aparato productivo nacional; que los consumidores tengan libre escogencia y acceso a los mercados de bienes y servicios; que

b) La valoración en los mercados no financieros

Valoración de empresas como un todo

Con el propósito de poner en consideración estas modalidades de cálculo del valor empresarial, para los objetivos del debate académico, vamos a mencionar seis metodologías (Fernández P., 2000, pp. 23-29) que pueden contribuir a soportar conceptualmente los juicios técnicos de los profesionales involucrados en las tareas de medición y presentación de información contable y financiera de las organizaciones.

Se agrupan en metodologías: 1. de balance, 2. de cuenta de resultados, 3. mixtos, 4. de descuentos de flujos, 5. de creación de valor, y 6. de opciones.

Por cuestiones de espacio tan sólo se va a sintetizar conceptualmente una o dos de las metodologías por cada uno de los seis grupos.

1. La orientación basada en el Balance se desglosa en cuatro técnicas: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

El método del valor contable es el más común en esta categoría. Se refiere al monto patrimonial establecido a partir de restar a la cifra contable del activo total el del pasivo externo. El saldo resultante es el del patrimonio, a valor en libros.

De aquí se deriva también el monto del valor contable ajustado, cuando la entidad valorada actúa en un entorno sometido al cambio en el nivel general de precios. Los valores no líquidos, afectados por el fenómeno, tanto de activos como de pasivos y de patrimonio, deben ser actualizados en su expresión numeraria, para establecer el nuevo monto patrimonial, ajustado así por el índice de cambio en el nivel de precios.

2. Las técnicas basadas en la Cuenta de Resultados son: múltiplos, PER, Ventas, P/EBITDA y otros múltiplos.

La técnica PER, una de las variantes de la metodología de las Cuentas de Resultados, está determinada por la magnitud resultante de dividir el precio de las acciones entre la beneficio empresarial; es una de las más utilizadas para informar a los inversionistas en bolsa. Se utiliza para realizar comparaciones del comportamiento empresarial de forma puntual, por un período dado o por series de tiempo. Este índice nos informa el número de veces que el valor de la propiedad patrimonial

las empresas puedan participar libremente en los mercados; y que en el mercado exista variedad de precios y calidades de bienes y servicios. Decreto 2153 de 1992.

contiene al valor del rendimiento. Normalmente, para períodos de un año, el PER deberá ser mayor de 1. Si llegara a este guarismo, el rendimiento sería del 100% sobre la inversión en ese período. Si el PER es 2, el rendimiento será del 50% y así, sucesivamente. Con tasas entre el 15% y el 25%, como en Colombia, el PER estará entre 6.6 y 4.

El P/EBITDA es una variante del PER, sólo que el cálculo se realiza entre el precio de la acción dividido entre el monto del EBITDA, que es la ganancia bruta, antes de gastos financieros, impuestos y depreciación.

3. Las técnicas mixtas se basan en el crédito mercantil o good will y se clasifican en siete grupos: clásico, de la unión de expertos contables (UEC), indirecto, anglosajón, de compra de resultados anuales, de la tasa con riesgo y sin riesgo.

El método de la UEC determina el valor de empresa a partir de la siguiente expresión:

$$V = A + a_n (B - iA)$$

Donde

A = activo corregido o valor substancial neto;

a_n = valor actual, a un tipo t de interés, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años;

B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo;

i = tipo de interés de colocación alternativa, que puede ser el de las obligaciones, el rendimiento de las acciones, o el rendimiento de las obligaciones inmobiliarias (después de impuestos);

$$a_n (B - iA) = \text{crédito mercantil}$$

Esta expresión puede explicarse así: el valor de una empresa es el valor de su patrimonio neto ajustado más el valor del crédito mercantil, que se obtiene capitalizando, por aplicación de un coeficiente a_n , un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto "A" en el mercado de capitales al tipo de interés "i" correspondiente a la tasa sin riesgo.

4. El método basado en el descuento de flujo de fondos incluye: free cash flow, cash flow, cálculo del valor de las acciones y cálculo del valor de la empresa.

Estos métodos se orientan a determinar el valor de la empresa a partir de la estimación de los flujos futuros de fondos que pueda generar, para luego descontarlos a una tasa de descuento adecuada al medio, según los riesgos asociados a tales flujos.

El cálculo de flujos descontados se basa en una expresión del tipo:

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + V_n}{(1 + K)^n}$$

Esta metodología de análisis se aplica, como ya lo anotamos arriba, en el análisis fundamental, cuando se trata de establecer parámetros de comparación en el ámbito de los mercados bursátiles.

En general, la metodología de los flujos descontados es de común uso en la contabilidad. Por ejemplo, aparece en la regulación actual colombiana, D.R. 2649-93 y en el modelo internacional IASB, como valor en uso o valor específico. En estos últimos casos, se aplica para calcular un posible valor de un elemento o grupo de elementos homogéneos pertenecientes a una categoría del balance y no a todo el valor de empresa tomado en su conjunto.

5. La creación de valor incluye: EVA (economic value added), BE (beneficio económico), CVA (cash value added) y CFROI (cash flow return on investment).

Muchas grandes empresas utilizan el EVA, BE o CVA, en lugar del beneficio contable para establecer la remuneración de los directivos. La ventaja de estos indicadores sobre el beneficio contable es que estos parámetros tienen en cuenta los recursos utilizados para obtener el beneficio y el riesgo de los mismos (Fernández P., 2000, p. 284).

El CVA es el NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjustes Taxes) más la amortización contable AC, menos la amortización económica AE, menos el costo de los recursos utilizados (inversión inicial multiplicada por el costo promedio ponderado de los recursos).

6. La metodología de opciones comprende: método de Black Scholes, opción de invertir, ampliar el proyecto, aplazar la inversión y usos alternativos.

Cuando se mencionan “opciones”, aunque su aparición es relativamente reciente en el ámbito de los negocios, generalmente se piensa en un derivado financiero que se transa en bolsa, y que está constituido por un contrato mediante el cual el comprador de la opción adquiere el derecho, mas no la obligación de comprar (call) o vender (put) un activo

dentro de un plazo determinado a un precio preestablecido, mediante el pago de una prima.

Ahora no nos referimos a esta forma de negociar. La metodología de opciones es una forma de valoración de empresas o de proyectos, que proporciona cierta flexibilidad en el futuro, al orientarse a establecer las posibilidades futuras de actuación, en escenarios de posible resolución de alternativas económico financieras.

En este tipo de estudios, llamadas opciones reales, para diferenciarlas de las opciones financieras, influyen los siguientes parámetros: valor esperado de los flujos, costo de la inversión, tasa de descuento con riesgo, volatilidad de los flujos esperados, tiempo hasta el ejercicio de la opción, mantenimiento de la opción. Su valor depende de la revalorización del proyecto subyacente.

Valoración de los componentes contables del balance

Para los propósitos de esta exposición, relativos al análisis de la valoración de las operaciones mercantiles, es útil parcelar los mercados no financieros en dos grupos de acuerdo con la naturaleza de los productos intercambiados así:

- a) Activos tangibles: inventarios industriales (no agropecuarios), inventarios agropecuarios, propiedades de inversión, propiedad, planta y equipo.
- b) Activos intangibles: inventarios de servicios, contratos de construcción, software, crédito mercantil, marcas y patentes, etc.

Los activos tangibles se caracterizan por su corporeidad, cualidad que facilita la medición-valoración, ya que tal condición permite su caracterización física, por peso, forma, tamaño, lo que facilita la asignación del precio de intercambio.

Inventarios industriales

El costo de producción es una metodología generalmente aceptada, en el caso de este tipo de activos, sobre todo en escenarios donde el índice de inflación anual sólo alcanza bajas tasas que no superan los dos dígitos. El costo de producción es un procedimiento que recoge los costos incurridos en el proceso de fabricación del producto, desde su inicio hasta su colocación en el lugar de venta. Esto incluye los costos directos e indirectos, fijos y variables, de materias primas, mano de obra y gastos de fabricación. Dentro de estos últimos pueden destacarse los de depreciación fabril, los de mano de obra indirecta (limpieza, empaque, etc.) y los indirectos financieros, entre otros.

Para determinar el costo, pueden aplicarse diversas técnicas, como la del “retail” o de minoristas, el de procesos, el estándar, etc.

Esta técnica de valoración puede ser modificada, en entornos afectados por el cambio en los niveles de precios, con ajustes que modifiquen el costo por el índice de inflación.

La valoración al valor de mercado es otra técnica que se aplica para determinar el valor corriente de los inventarios, que se constituye por el ajuste del valor del inventario al valor de salida o de venta, afectando en el proceso contable o un ingreso diferido o una ganancia realizada.

Inventarios agropecuarios y similares

Una técnica reconocida es la del costo de producción, en que incurre el ente económico en los procesos de siembra, desarrollo y recolección de productos agropecuarios y/o piscícolas, los cuales son absorbidos en su totalidad, cuando su período productivo termina con la primera cosecha. El costo está constituido por el valor de los diferentes materiales directos, mano de obra directa, costos indirectos, contratos de servicios aplicados al respectivo cultivo en desarrollo hasta su cosecha y puesta en el lugar de venta.

Cuando el activo agrícola tiene una vida económica mayor que el tiempo de una cosecha, su costo de siembra y desarrollo, hasta el punto de producción, se deprecia según su vida útil prevista. El costo de los inventarios (productos agropecuarios y/o piscícolas) estará constituido por los costos de mano de obra, materiales e indirectos, incurridos en el mantenimiento de los cultivos y cosecha de los productos agropecuarios y similares, hasta su puesta en el lugar de venta, más los costos por depreciación del cultivo.

La valoración al valor de mercado, detallada arriba, es otra técnica que se aplica para determinar el valor corriente de los inventarios agropecuarios y similares.

Propiedad, Planta y Equipo

Se definen como activos los bienes raíces, los terrenos o edificios, la maquinaria, vehículos, equipos, muebles y enseres, destinados al cumplimiento del objetivo empresarial, cual sea del que se trate. Se valoran generalmente al costo de adquisición, más todos los costos incurridos en su adecuación hasta su puesta en uso. Están destinados a ser consumidos en el transcurso de su vida útil, a través de su depreciación, que se cargará, en forma de costos operativos, al proceso de producción y de obtención de la ganancia final. Su costo se ajusta por posibles valorizaciones y desvalorizaciones. Estas diferencias, en algunos entornos, se reconocen en cuentas de patrimonio, y en otros, en cuentas de resultados.

En ámbitos inflacionarios o deflacionarios, el costo puede ser afectado con ajustes que reflejen el efecto del cambio de los precios.

Por su parte, los activos intangibles se caracterizan por su incorporeidad, cualidad que dificulta la medición-valoración.

Los inventarios intangibles derivados de los servicios prestados tales como los servicios profesionales, tradicionalmente, no son valorados para ser contabilizados como un activo, sino que se valoran al momento de facturarlos, ya sea parcialmente o en su totalidad. Sin embargo, no es una costumbre adecuada para establecer el valor del activo cuando están en ejecución los contratos correspondientes, lo que perjudica la valoración de la entidad prestadora.

Es pertinente valorarlos y contabilizarlos, conforme se ejecuten, para acercar la información contable a la realidad factual. Aquí puede presentarse una discusión respecto del valor al cual deben registrarse; si al costo de producción o al valor razonable de venta.

Los contratos de construcción normalmente se valoran por el costo de los materiales, mano de obra e indirectos pagados para adelantar la obra de construcción de que se trate.

Los trabajos relacionados con el desarrollo de aplicaciones computacionales o software, se valoran normalmente al costo de producción.

Otros intangibles, como el valor de las marcas, crédito mercantil o capital intelectual, han sido objetos de investigaciones arduas, aunque sus resultados son objeto de controversia.

Por ejemplo, en el caso de las marcas, good will o crédito mercantil, en la medida en que los mercados se han globalizado, el valor de algunas ha crecido de forma exponencial, hasta ser consideradas por sus poseedores, como los activos más valiosos, por encima de los tangibles.

Mencionamos a continuación algunos de los métodos usados para la valoración de las marcas: el valor de las acciones de la empresa; la diferencia entre el valor contable de las acciones de la empresa (market value added) y el valor de mercado de las mismas; el valor de reposición de la marca; el valor actual de la inversión histórica en marketing y promociones; el valor actual del sobreprecio que los clientes pagan por esa marca; el valor actual del free cash flow de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida, etc. (Fernández P., 2000, p. 656)

El método del flujo de caja libre (FCF) supone que el flujo crece a la tasa g hasta el año n y que a partir del año $n + 1$ crece a la tasa g_n .

Por lo tanto, para el año n : $FCF_n = FCF_1 (1 + g)^{n-1}$;

Para el año $n + 1$: $FCF_{n+1} = FCF_1 (1 + g)_{n-1} (1 + g_n)$

Contablemente, los procesos de investigación que conducen a la obtención de procedimientos o artefactos que pueden ser reconocidos por patentes o marcas, se dividen en etapas, como en el caso del modelo internacional IASB, que los parcela en la etapa de Investigación y la de Desarrollo, I+D; todas las erogaciones efectuadas en la primera etapa se llevan a gastos, en tanto que los correspondientes a la segunda, se reconocen como un activo.

Este tema, sin duda, es uno que apenas está entrando a posicionarse como digno de discusión entre los técnicos en valoración empresarial. En contabilidad poco se ha desarrollado, más allá de contabilizar el intangible, crédito mercantil o good will, por la diferencia entre el valor en libros y el precio pagado en las adquisiciones de negocios. En los marcos regulatorios contables existe una especie de denominador común, en el sentido de no reconocer el crédito mercantil formado internamente.

c) La valoración y los mercados no financieros en Colombia: perspectivas según el modelo contable IASB

Si se adoptara, a partir de la reglamentación de la Ley 1314-09, la prescripción valorativa contenida en el modelo IASB, en Colombia deberá seguirse una línea dicotómica de valoración de los hechos y elementos contables, base de los Estados Financieros, criterios ya mencionados detenidamente en los acápites 1c y 1d. Unos establecidos a partir de la valoración al costo y otros que deben seguir la perspectiva del valor razonable o de mercado. Dentro de la segunda orientación aparece, como sustituta, alguna modalidad de cálculo de valor presente, basado en los flujos futuros de efectivo generados o pagados por el activo o pasivo de que se trate.

En breve síntesis precisamos las metodologías valorativas a aplicar:

- ♦ En inventarios no agrícolas, el valor del costo o el realizable neto.
- ♦ En inventarios agropecuarios, el valor razonable.
- ♦ En propiedad, planta y equipo, intangibles y activos para exploración y evaluación de recursos minerales, el costo o el valor revaluado.
- ♦ En propiedades de inversión, el costo o el valor razonable.
- ♦ En instrumentos financieros, el costo, el valor razonable o el costo amortizado.
- ♦ En inversiones asociadas y negocios conjuntos, el método de participación. (El costo, con reconocimiento posterior de ganancias o pérdidas)

- ♦ En combinaciones de negocios, el costo equivalente al valor razonable en la fecha de intercambio.
- ♦ Pagos basados en acciones, el valor razonable.
- ♦ En contratos de seguros (pasivos), el valor presente de los flujos futuros.
- ♦ En activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas, el valor en libros o al valor razonable menos los costos de venta, el menor.
- ♦ En el cálculo del deterioro del valor de los activos se aplicarán el valor presente o valor de uso y el valor razonable.
- ♦ En los activos y pasivos por impuestos diferidos, se aplicarán las tasas fiscales.
- ♦ En arrendamientos financieros, el valor presente o el valor razonable.
- ♦ En ingresos ordinarios, el valor razonable.
- ♦ En contratos de construcción, el valor razonable.
- ♦ En planes de beneficios pensionales, el valor actuarial de los beneficios prometidos.
- ♦ En información financiera en economías hiperinflacionarias, el costo corriente.

No hay que pasar por alto que el cambio que se avizora, a través de la adopción de la normativa IASB, es de fondo, cuyas consecuencias afectarán tanto el campo de los emisores de la información contable como el de los usuarios.

De una parte, se da el tránsito de un modelo basado en reglas y en planes de cuentas, a uno de principios, si bien, por efecto de las necesidades de precisión comparativa que el “regulador internacional” busca, el modelo IASB va acercándose cada vez más a uno de reglas. Sin embargo, la necesidad de interpretación de la norma por parte de los constructores de la información es amplia, por lo que el reto para éstos en el campo de la preparación académica es grande. Los programas académicos contables, por ello, deben ser objeto de un proceso de reingeniería, para acercarlos a las nuevas temáticas que exige el modelo contable-financiero, tanto en los procesos de información como de control.

Por otra, están las consecuencias que pueden surgir al optar por la valoración razonable, en las que el mercado es aceptado como un artefacto social que asigna de forma justa el precio de intercambio en cualquier transacción

mercantil. Se aduce, sin mayor rigurosidad de análisis, que todo entorno socioeconómico puede garantizar lo que sólo un mercado eficiente, como se definió arriba, puede lograr. En el interés de imponer la opción valorativa del valor razonable, no se exige ni siquiera la presencia de un mercado activo, que sería la mínima garantía para poder justificar la alternativa del valor razonable. Y, en el proceso justificativo, se termina aceptando que cualquiera negociación en la que haya un acuerdo entre dos negociadores debidamente informados, es realizada a un valor justo o razonable.

5. Conclusiones

a) En el entorno de los mercados financieros

Dadas las circunstancias que muestra el entorno regulatorio y práctico relativo a los mercados financieros en Colombia, cuya perspectiva se ha marcado desde hace, aproximadamente, veinte años, en la vía de la adecuación a la regulación emitida por organismos de cobertura internacional, y así, de acercamiento a las disposiciones emitidas por el IASB, la conclusión de este trabajo no puede ser otra que elaborar algunas consideraciones, desde lo contable, para que la información contenida en los estados financieros sea más clara y confiable.

Por ello, como una conclusión primera, recomendamos, como lo hacen algunos expertos de otras latitudes, ante los riesgos de nuevo tipo que aparecen en estos escenarios por el surgimiento de nuevos instrumentos cuyas características son diferentes a las tradicionales (por ejemplo, en el caso de los instrumentos de cobertura, algunos no tienen valor de costo), la adopción de ciertas estrategias contables de protección del patrimonio empresarial.

En esta dirección, el desarrollo de la contabilidad de coberturas es una forma de incrementar la racionalidad de la información y la efectividad de la protección. Cuando esta modalidad de contabilidad no se implanta, la valoración razonable afecta aspectos de mayor envergadura e incrementa las asimetrías contables. Ello porque los resultados del instrumento de cobertura se comportan de forma diferente, en el tiempo o en las cuentas afectadas, que los resultados del instrumento cubierto.

De otra parte, debemos destacar que el regulador en Colombia, previó, aunque sólo en el marco fiscal, la necesidad de proteger el patrimonio del contribuyente, al establecer la creación de la Reserva el D. 2336-95; creemos que la prescripción de este tipo de medidas no sólo en el entorno fiscal sino extensivo al contable-financiero, ante la perspectiva de la adopción de la metodología de la valoración razonable, es sana en busca del mantenimiento del patrimonio empresarial de las organizaciones financieras y no financieras del país.

b) En el ámbito de los mercados no financieros

Como hemos sostenido, un mercado es eficiente si el precio de cualquier bien constituye un buen reflejo de su valor intrínseco. Es de gran importancia resaltar que en el tema de la asignación de un valor dado, siguiendo la orientación del valor razonable, en el marco del modelo IASB, subyace la hipótesis de la eficiencia del mercado para tal asignación, bajo la denominación de “mercado activo”. Pero desafortunadamente esta condición no se exige sino en pocos casos transaccionales. Como se verá a continuación, el proceso de exigencia se va diluyendo hasta casi desaparecer, con lo que la valoración razonable resulta siendo cualquier cosa, menos un proceso riguroso de asignación de precios.

Un mercado activo, según lo prescrito por IASB (IASCF 2009, NIC 41): “es un mercado en el que se dan todas las condiciones siguientes:

- (a) las partidas negociadas en el mercado son homogéneas;
- (b) normalmente se pueden encontrar en todo momento compradores y vendedores; y
- (c) los precios están disponibles al público”.

Estas especificaciones de mercado, si bien representan un bajo nivel de exigencias para garantizar un escenario equilibrado de transacciones mercantiles, en comparación, por ejemplo, con los requisitos regulatorios que deben cumplir los actores en los mercados financieros, normalmente no se presentan en la práctica comercial, en diversos entornos como el de nuestro país. En la mayoría de los casos, los negocios se realizan en circunstancias donde estas tres condiciones no se cumplen a cabalidad. La presencia de actores dominantes en el mercado, ya sea por el lado de la oferta o de la demanda, es inocultable.

El marco regulatorio de IASB (IASCF 2009, NIC 40), previendo la dificultad en el cumplimiento de esos tres requisitos del mercado activo, ha prescrito condiciones menos exigentes:

Ante la ausencia de precios actuales en un mercado activo, del tipo descrito en el párrafo 45, una entidad considerará información de diferentes fuentes, entre las que se incluyen:

- (a) precios actuales en un mercado activo para propiedades de diferente naturaleza, condiciones o localización (o sujetas a contratos de arrendamiento, u otros contratos, con características diferentes), ajustados para reflejar dichas diferencias;
- (b) precios recientes en mercados menos activos, con ajustes para reflejar cualquier cambio en las condiciones económicas desde la fecha en que ocurrieron las transacciones a los precios indicados; y
- (c) proyecciones de flujos de efectivo descontados basadas en estimaciones fiables de flujos futuros de efectivo, apoyadas por las condiciones que se den en cualquier arrendamiento u otro contrato existente y (cuando sea posible) por evidencia externa,

tales como rentas actuales de mercado para propiedades similares en la misma localidad y condiciones, utilizando tipos de descuento que reflejen la evaluación actual del mercado sobre la incertidumbre en la cuantía y calendario de los flujos de efectivo.

Pero si aún tales exigencias no pudieran cumplirse, el valor razonable puede ser fijado de la siguiente manera (IASCF 2009, NIC 40):

Valor razonable es el importe por el cual un activo podría ser intercambiado entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua.

De esta forma, tan elemental como riesgosa para el equilibrio y racionalidad mercantil, cualquier proceso de negociación comercial puede reclamar su capacidad de haber fijado un valor razonable.

Entonces se ha llegado, por vía regulatoria, a establecer el precio justo de intercambio, con base en el juicio de los dos negociadores finales. Pero cuando la valoración transaccional se reemplaza por un cálculo financiero del tipo del valor presente, todo el proceso se descarga en la responsabilidad del técnico que determina una valoración, según su criterio personal, bueno o malo, acertado o desacertado.

Ello implica que para el regulador IASB, en última instancia, la objetividad de la eficiencia del mercado, tan exigente para otros escenarios, se diluye en un conjunto de disposiciones caracterizadas por la subjetividad y la carencia de rigor, que afectan la calidad del proceso valorativo, que finalmente debe soportar la valuación del hecho transaccional a reflejarse en los estados contables.

Todo lo anterior nos permite concluir que la adopción del marco regulatorio internacional, significa un riesgo de proporciones mayores para la seguridad económica y la continuidad de las empresas afectadas en el entorno nacional. En tal sentido, el proceso de reglamentación de la Ley 1314-09 debe prescribir las disposiciones necesarias para atenuar los efectos nocivos que puedan derivarse de la posible adopción o adaptación de las disposiciones del ente IASB, aplicables para las empresas que requieran de esta plataforma informativa, de una parte. De otra, establecer, como la ley lo prevé, el desarrollo de niveles moderados de información aplicables a la mayoría de los entes empresariales del país (PyMes y Microempresas), en una vía que consulte las necesidades auténticas de información y de control contables del entorno nacional.

Bibliografía

Agudelo, D. & Uribe, J. (2007). Realidad o sofisma: Poniendo a prueba el análisis técnico en las acciones colombianas. Tesis para optar al título de Maestría en Finanzas, Universidad EAFIT, Medellín, Colombia.

- Allen, F. & Karjalainen, R. (1999). Using genetic algorithms to find technical trading rules. *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 245-271.
- AMV, La dinamización del mercado de valores en Colombia: Oferta y demanda. <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35|92|0>
- Anif. El sector financiero de cara al Siglo XXI. En: Informe Semanal Anif. Tomo I. 345p.
- Aragónés, J. & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Revista Análisis Financiero* N° 64. Universidad Complutense de Madrid.
- Arbeláez, A., Zuluaga, S. & Guerra, M. (2002). El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de Bolsa. Fedesarrollo-Alfaomega Colombiana: Bogotá, Colombia.
- Arbeláez, J. & Isaza, S. (2005). Consideraciones sobre la relevancia de los patrones de comportamiento humano en el éxito de las decisiones de inversión en el mercado accionario colombiano. Tesis para optar al título de pregrado en Economía, Universidad EAFIT, Medellín, Colombia.
- Bernal, H & Ortega, G. (2004). “¿Se ha desarrollado el mercado secundario de acciones colombiano durante el periodo 1988-2002?”. Documentos de Trabajo de la Facultad de Economía, Universidad Externado de Colombia.
- Berruecos, P. (2002). Evaluación de la eficacia predictiva del análisis técnico en el mercado accionario colombiano. Tesis para optar al título de pregrado en Economía, Universidad EAFIT, Medellín, Colombia.
- Betancourt, M.; Palacios, M. & Mesa, J. (2006). Mercado público de valores. Medellín: Departamento de Ciencias Humanas y Económicas, Universidad Nacional de Colombia. (Inédito).
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2003). *Investments* (5 ed.): McGraw-Hill.
- BRC – Sociedad Calificadora de Valores BRC Investor Services S.A. (2007). Mercado de Capitales. Bogotá.
- Caballero, C. (1989). Macroeconomía, mercado de capitales y negocio financiero. Bogotá: Asobancaria, 1989. 442p.
- Caballero, C. (2005). La bolsa de Bogotá, antecedentes de la bolsa de valores de Bogotá. Biblioteca Virtual del Banco de la República.
- Carrizosa, M. (1986). Hacia la recuperación del mercado de capitales en Colombia, Presencia, Bogotá.
- Chang, K. & Osler, C. (1994). Evaluating chart based technical analysis: The head and shoulders pattern in foreign exchange markets. New York: Federal Reserve Bank.

- Costa, L. & Font, M. (1993). *Commodities: mercados financieros sobre materias primas*. Madrid: Esic Editorial, 514p.
- Cuevas, H. (1993). *Introducción a la economía*. 5 Ed. Santafé de Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 740p.
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas*, Gestión S.A., Barcelona, España, 2001. P. 23-59.
- Fortich, R. (2005). "La ley del mercado de valores: análisis de sus posibles consecuencias sobre las corporaciones en Colombia". Borradores de Investigación, Facultad de Economía de la Universidad del Rosario.
- Fosher S. & Dornbusch R. (1985). *Economía*, McGraw Hill, Madrid.
- Giraldo, E. & Jaramillo, N. (2006). *Alternativas de inversión en activos financieros a través de Internet para montos aproximados a 3 smlv*. Tesis para optar al título de Maestría en Administración (MBA), Universidad EAFIT, Medellín, Colombia.
- Hyme, P. (2003). *Cuadernos de Economía*, vol. 22, N° 39, Bogotá, julio-diciembre.
- IASCF, International Accounting Standards Committee Foundation, Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 2009. London, U.K.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48 (1), 65-91.
- Little, J. (1991). *Cómo entender a Wall Street*. Bogotá: McGraw-Hill, 246p.
- Lo, A. & Mackinlay, C. (1999). *A non random walk down Wall Street*. Princeton: Princeton University Press.
- Martínez, E. (1999). *Invertir en Bolsa: conceptos y estrategias*. Madrid: McGraw-Hill, 1999. 396p.
- Minhacienda – Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1996). *Misión de estudios del mercado de capitales: informe final*. Bogotá, Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo.
- Neely, C., Weller, P. & Dittmar, R. (1997). Is technical analysis in the foreign exchange market profitable): A genetic programming approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (4), 405-426.
- Neftci, S. (1991). Naïve trading rules in financial markets and Wiener-Kolmogorov prediction theory: A study of technical analysis. *Journal of Business*, 64 (4), 549-571.
- Park, CH. & Irwin, S. (2004). *The profitability of technical analysis: A review*. AgMAS Project Research Report No. 2004-04.

Paulos, J. (2003). *A mathematician plays the stock market*. Cambridge: Basic Books.

Rendón, A. & Restrepo, A. (2000). *El papel de las instituciones y de la regulación en el comportamiento del sector financiero*. Medellín, 132p. Trabajo de Grado (Economía). Universidad EAFIT.

Sarmiento, J. & Cristancho, L. (2009). *Evolución del sistema financiero colombiano durante el período 1980-2007*. En: *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, Vol. XVII (1) Junio, Universidad Militar Nueva Granada, P.38-39.

Serrano, J. (2005) *Mercados financieros: visión del sistema financiero colombiano y de los principales mercados financieros internacionales*. Bogotá: Ediciones Uniandes-Planeta.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets*. New York: Oxford University Press, 216p.

Tua P., J. (1991). *La investigación empírica en Contabilidad. La hipótesis de la eficiencia del mercado*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de cuentas. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, España.

Uribe, J. (2007). *Indicadores básicos de desarrollo del mercado accionario colombiano*. Informe de Estabilidad Financiera, Banco de la República, 120-128.

Urrutia, M. (2000). "El sistema Financiero Colombiano", *Revista del Banco de la República*, 878, pp.5-25.

Hárold Álvarez Álvarez
alye@une.net.co

Contador Público (Universidad Nacional de Colombia, Bogotá). Magíster en Ciencias Financieras y Sistemas (Universidad Central, Bogotá). Estudios Doctorales en Economía Empresarial (Universidad Autónoma de Madrid, España). Expresidente del Consejo Técnico de la Contaduría Pública. Articulista en revistas académicas especializadas del orden nacional e internacional. Profesor universitario, de pregrado y postgrado en la Universidad del Quindío, Universidad de Manizales, Universidad la Gran Colombia, entre otras. Su interés académico ha girado en torno a temas como teoría contable, contabilidad internacional, y la relación contabilidad y economía.

Juan Sebastián Álvarez Yepes
jualye@gmail.com

Economista de la Universidad EAFIT. Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT. Autor en temas económicos y financieros en revistas académicas especializadas. Actualmente se desempeña como Broker Jr. para Colliers International.