

M.^a LUISA RECIO RAPÚN*Profesora Asociada de Contabilidad.**Universidad Autónoma de Madrid**Doctora en Ciencias Empresariales.**Universidad Autónoma de Madrid*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Antoni SERRA RAMONEDA, don Oriol AMAT SALAS, doña Montserrat CASANOVAS RAMÓN, don Joan MONTLLOR I SERRATS, don Diego PRIOR JIMÉNEZ y don Enrique RIBAS MIRANGELS.

Extracto:

EL valor contable es mucho más fácil de predecir para los activos tangibles que para los intangibles, por lo que muchas empresas desconocen el verdadero valor de sus inversiones en intangibles, máxime cuando su valor aislado no puede ser determinado con fiabilidad y no faltan las ocasiones en que carecen de valor venal. Las dificultades de asignar valor directo a los intangibles obligan a vías indirectas de reconocimiento, como son por ejemplo la de su contribución a los resultados, lo que facilita un enfoque más acertado sobre la creación o destrucción de valor en la empresa que la contabilidad tradicional. El problema de fondo es que los sistemas de medición financieros se centran, muy influenciados por la legislación mercantil, en aproximar la solvencia empresarial, lo que hace que la mayor parte de las inversiones en intangibles se llevan a gastos, desapareciendo así del balance y/o, en los contados casos que se capitalizan, se tiene más en cuenta los recursos invertidos que el posible valor de mercado de los resultados alcanzados.

Sumario:

1. El reconocimiento contable de los intangibles.
 - 1.1. Introducción.
 - 1.2. El tratamiento contable de los intangibles: activo frente a gasto.
 - 1.3. Las peculiaridades de la contabilización de los principales elementos intangibles.
 - 1.4. Las peculiaridades del registro contable del capital intangible agregado: el fondo de comercio.

2. Los principios generales de valoración de intangibles.
 - 2.1. Introducción.
 - 2.2. El reconocimiento de los intangibles en los mercados financieros.
 - 2.3. El reconocimiento de los intangibles en las operaciones corporativas.

3. Conclusiones.

1. EL RECONOCIMIENTO CONTABLE DE LOS INTANGIBLES

1.1. Introducción.

En terminología contable los activos son recursos controlados por la empresa como consecuencia de acontecimientos pasados, de los que se espera obtener beneficios económicos en el futuro ¹. Por lo tanto, los activos intangibles podemos entenderlos como los recursos inmateriales controlados por la empresa como consecuencia de acontecimientos pasados, de los que se espera obtener beneficios económicos en el futuro. Más concretamente, y siguiendo la definición desarrollada por el IASB en su NIC n.º 38 relativa a los activos intangibles ², éstos serían «*activos identificables, no monetarios y sin sustancia física, mantenidos para su uso en la producción o venta de bienes o servicios, para su alquiler a terceros o para propósitos administrativos*». Así pues, son elementos que deben cumplir dos condiciones simultáneamente: las de ser intangibles propiamente (no monetarios, identificables y sin sustancia), y las correspondientes a todos los activos empresariales (control por la empresa y esperanza de beneficios futuros), poniéndose así de manifiesto su carácter restrictivo, ya que excluye explícitamente del ámbito de la norma a ciertas inversiones en intangibles de gran importancia para la empresa, como puede suceder por ejemplo con los recursos humanos, la lealtad de la clientela o la reputación de la empresa, lo cual ha sido criticado con razón por la doctrina ³.

En cualquier caso, desde la perspectiva de su reconocimiento contable, para la NIC n.º 38 los activos intangibles o materiales deben poseer tres características o atributos:

¹ AECA (1999), «Marco conceptual para la información financiera», Documento n.º 22 de la *Serie de Principios Contables*, 1.ª Edición, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), Madrid, que en su pág. 15 señala que un activo es «un recurso controlado económicamente por la entidad como resultado de sucesos pasados, del cual resulta probable la obtención en el futuro de rendimientos por la entidad». El término *control económico* implica, a estos efectos, que la entidad podrá disponer de los rendimientos producidos. La probabilidad de obtención de rendimientos es, por tanto, la primera de las características esenciales inherentes a la definición de los activos. Tampoco es esencial para el concepto de activo la propiedad legal del mismo, sino el derecho y la posibilidad efectiva de utilización de sus rendimientos futuros.

² La NIC n.º 38 relativa a los activos inmateriales fue aprobada en 1998 y se encuentra publicada dentro del Reglamento (CE) n.º 1725/2003 de la Comisión de 29 de septiembre de 2003 (*DOCE de las Comunidades Europeas de 13 de octubre de 2003, en el Libro 261 páginas 336-361*). A partir de ahora NIC 38 (2003).

³ Esta crítica del carácter excesivamente restrictivo de las NIC en el reconocimiento de intangibles se encuentra entre otros en CAÑIBANO, L.; GARCÍA-AYUSO, M. y SÁNCHEZ, M.P. (1999), «La Relevancia de los Intangibles para la Valoración y la Gestión de Empresas: Revisión de la Literatura», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Núm. 100, Extraordinario, pág. 29.

- *Identificabilidad.* La identificabilidad es un requisito necesario para distinguir el activo intangible del fondo de comercio surgido en una adquisición de empresas. Un activo será fácilmente identificable si éste es separable, es decir, si puede ser vendido, alquilado, intercambiado o los beneficios económicos futuros pueden ser atribuidos al activo sin interferir en los beneficios económicos provenientes de otros activos empleados en la misma actividad.
- *Control.* Se exige que puedan ser controlados por la empresa, es decir, que ésta esté en situación de obtener los futuros beneficios económicos y restringir el acceso de otros a ellos. Se considera que una empresa controla un recurso si tiene el poder de obtener beneficios económicos futuros, que fluyen del recurso subyacente y también puede restringir el acceso de otras entidades a esa capacidad de beneficios, efectuando dicho control, normalmente, a través de un derecho legal.
- *Capacidad de generación de beneficios económicos futuros.* Entre los beneficios económicos futuros que pueden proceder de un activo inmaterial se incluyen los ingresos procedentes de la venta de productos o servicios, los ahorros de coste y otros rendimientos que se deriven del uso del activo por parte de la empresa...

En el caso de los activos generados internamente, la normativa es, si cabe, más cautelosa, para evitar el riesgo de que partidas que sean claramente gastos se activen, por lo que la NIC 38 establece que el fondo de comercio generado internamente, las marcas comerciales, las cabeceras de periódicos o revistas, los sellos o denominaciones editoriales, listas de clientes, los gastos de puesta en marcha, los costes de formación, los costes de publicidad y los costes de reubicación no pueden registrarse en este caso como activos. Así pues, en la práctica los requisitos comentados conllevan que el reconocimiento contable de los activos intangibles se produzca en aquellos casos en que los mismos sean identificables o, dicho de otra forma, que su coste se pueda medir de forma fiable, controlables por la empresa y, ante todo, con capacidad de generar beneficios futuros para la empresa, ya que en otro caso se llevarían a resultados y no se activarían ⁴.

Dentro de los activos intangibles se suele reconocer la partida de los gastos amortizables, cuya naturaleza específica suele ser diferente del resto de intangibles, ya que no representan derechos contra terceros y son intransferibles a terceros de forma independiente, por estar su existencia como tales íntimamente relacionada con el negocio en su conjunto. La diferencia conceptual de estas partidas respecto a los activos inmateriales propiamente dichos es que estos últimos deben ser capaces de producir ingresos en el futuro, mientras que los gastos amortizables únicamente capacitan a la empresa para tal fin ⁵. No obstante, paradójicamente la normativa española es más

⁴ CERVERA, M. y DIZY, D. (2004), «Análisis de los activos intangibles desde una perspectiva contable y fiscal», *Revista de Contabilidad y Tributación*, CEF, n.º 254, mayo, pág. 228, señalan que aunque la no inclusión de los intangibles en el balance distorsiona la imagen fiel, ello se justifica por el hecho de que los elementos intangibles reconocidos en el balance han de ser tanto medibles de forma fiable como susceptibles de identificación separada del resto de elementos de activo y pasivo, lo que no siempre es posible.

⁵ AECA (1998), «Inmovilizado Inmaterial y Gastos amortizables», Documento n.º 3 de la *Serie de Principios Contables*, 8.ª Edición, Madrid, pág. 27, señala que la distinción entre gastos amortizables e inmovilizado inmaterial presenta, en la práctica, notorias dificultades, pues la línea divisoria entre ambos conceptos no siempre aparece claramente definida, siendo la principal característica que permite reconocer a los primeros como activos, el hecho de que tienen una proyección económica superior al ejercicio.

flexible para activar en el balance los gastos amortizables que los elementos intangibles propiamente dichos. Las partidas más comunes son los gastos de establecimiento (constitución, ampliación de capital y primer establecimiento) y los gastos por intereses diferidos, casos ambos cuyo reconocimiento contable se difiere a lo largo de varios ejercicios para diluir su impacto negativo sobre los resultados del ejercicio en que surgen, aunque en el caso de los gastos diferidos, éstos son en realidad partidas compensadoras de las cuentas de pasivo.

Las empresas intensivas en intangibles suelen tener dificultades contables específicas. La principal es que suelen padecer mayores costes de capital por el superior nivel de riesgo de estas inversiones y por su menor solvencia patrimonial financiera, lo que a su vez está muy ligado al problema de la mayor asimetría informativa de las empresas intensivas en intangibles o, lo que es lo mismo, a las diferencias entre la información de quienes están dentro y quienes están fuera de la empresa sobre la situación financiera ⁶. En alguna medida podríamos pensar que con otros sistemas de información contable que reconocieran el valor del capital intangible creado y de su evolución, no sólo mejoraría la solvencia patrimonial de las empresas intensivas en intangibles, sino que además podrían ver reducidos sus costes de capital por la vía de reducir los riesgos y aumentar la información de que disponen inversores y acreedores. De forma añadida, hay que considerar que la regulación contable española está siendo modificada por la introducción de las NIC, circunstancia que resulta obligado considerar en cualquier reflexión que se efectúe sobre el reconocimiento y registro contable de los activos intangibles.

1.2. El tratamiento contable de los intangibles: activo frente a gasto.

La cuestión más controvertida desde el punto de vista contable del tratamiento de los activos intangibles es la de si éstos deben ser activados, esto es, reconocidos por su valor como tales en el balance, con el consiguiente aumento en el valor de la empresa y las subsiguientes correcciones por pérdida de valor vía provisiones o amortizaciones, o bien, si deben llevarse directamente a resultados. Estas dos grandes alternativas existentes para contabilizar los gastos intangibles surgen porque se da un conflicto potencial entre el principio de prudencia ⁷ y el principio de correlación de ingresos y gastos. Los gastos intangibles (capital tecnológico, estructural, humano) se producen con vistas a aumentar el beneficio en un futuro, por lo que desde esta perspectiva lo más coherente sería su capitalización y amortización durante el período de su explotación comercial, ya que de acuerdo al principio de correlación de ingresos y gastos, el gasto se distribuye en función de los ingresos futuros. Pero como este gasto es innovador por naturaleza, no suele existir control sobre el mismo y existe incertidumbre en cuanto a su éxito, desde la perspectiva de la prudencia también se puede argumentar que lo mejor es sanear estas partidas lo más rápido posible. Con todo, las variantes y matices son múltiples, lo que aconseja desarrollar con algo más de detalle esta cuestión, utilizando para ello como referencia la normativa internacional y la ya vigente en España.

⁶ Vid. LIZCANO, J. y CASTELLÓ, E. (1994), «El sistema de gestión y de costes basado en las actividades», *Colección Estudios*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid y DAUM, J.H. (2003), *Intangible Assets and Value Creation*, John Wiley & Sons, Chichester, pág. 40.

⁷ Para una visión actualizada y adaptada a las Normas Internacionales de este principio, vid. TUA PEREDA, Jorge (2003), «El marco conceptual y el principio de prudencia. Algunas diferencias de fondo con las Normas Internacionales», *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 58, n.º 178, págs. 99-118.

Las características propias más específicas para activar en el balance de situación los activos inmateriales o intangibles son según la AECA⁸ que para reconocerlos como tales, previamente debe haberse producido una transacción económica que origine un desembolso. A su vez para mantenerlos en el activo, se debe entender que los mismos son capaces de producir ingresos en el futuro, por tanto, requieren la valoración de tal capacidad, así como el reconocimiento de amortizaciones que reflejen la disminución de sus posibilidades de generar ingresos; estos activos generan cargos a las cuentas de gastos por la disminución del valor previamente reconocido. Se puede afirmar que los requisitos señalados por AECA para el reconocimiento de una partida en el balance son similares a los de las NIC. Resumiendo ambos en que sea probable que se obtengan rendimientos futuros para la entidad y que su valor pueda medirse con fiabilidad. Es decir, que para el reconocimiento en los estados financieros de un elemento como *activo* es necesario que exista una probabilidad (grado suficiente de certeza) de que va a generar beneficios económicos futuros, que sea posible un control sobre su utilización futura y que exista la fiabilidad de que puedan ser evaluados, esto es, expresar su valor en términos monetarios⁹.

El principio general de valoración del inmovilizado inmaterial en España según el PGC de 1990 es el del precio de adquisición o coste de producción. El precio de adquisición incluye, además del importe facturado por el vendedor, todos los gastos adicionales que se produzcan hasta su puesta en condiciones de funcionamiento: gastos de explanación y derribo, transporte, derechos arancelarios, seguros, instalación, montaje y otros similares. En general, la valoración inicial de un activo inmaterial debe hacerse según su coste histórico de adquisición o coste de producción¹⁰, que comprende su precio de adquisición, incluyendo los aranceles o los impuestos que graven la misma y que no sean recuperables por parte de la empresa, y *todos los desembolsos directamente atribuibles a la preparación del activo para el uso al que va destinado*. Si un activo intangible se adquiere separadamente, el coste es el precio de adquisición, pero si el mismo es adquirido como parte de una combinación de empresas, el coste del activo intangible está basado en su *valor razonable* en la fecha de la adquisición, entendiéndose éste como el importe por el cual puede ser intercambiado un activo entre un comprador y un vendedor interesados y adecuadamente informados, en una transacción libre.

El coste de un activo inmaterial generado internamente debe comprender a la totalidad de desembolsos de las actividades de crear, producir y preparar el activo para el uso al que va destinado, así como los que puedan distribuirse al mismo con criterios razonables y uniformes. Entre los costes se incluyen: los desembolsos por materiales y servicios utilizados en la generación del activo inmaterial, los sueldos y salarios, los desembolsos directamente atribuibles a la generación del activo, y los costes indirectos necesarios para la generación del activo que puedan ser distribuidos

⁸ AECA (1998), «Inmovilizado Inmaterial y Gastos amortizables», Documento n.º 3 de la *Serie de Principios Contables*, 8.ª Edición, Madrid.

⁹ Para CERVERA OLIVER, M. y DIZY MENÉNDEZ, D. (2004), «Análisis de los activos intangibles desde una perspectiva contable y fiscal», *Revista de Contabilidad y Tributación*, CEF, n.º 254, mayo, pág. 230, esto en la práctica supone «que los intangibles normalmente no figurarán en el balance porque caso de poder distinguirse de otros elementos de manera aislada no se tiene certeza de que vayan a materializarse en un futuro en rendimientos positivos y, para complicar aún más la cuestión, resulta muy complejo valorar tales expectativas de un modo razonable».

¹⁰ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartados 22 y 24, pág. 344.

al mismo con criterios razonables y uniformes ¹¹. Es precisamente en estas partidas generadas internamente donde existe una mayor posibilidad de controversia, lo que nos lleva a centrar en ello el análisis del siguiente epígrafe.

1.3. Las peculiaridades de la contabilización de los principales elementos intangibles.

De una manera u otra, el capital intangible de la empresa está compuesto por partidas que no suelen representarse de forma directa en contabilidad, sino indirectamente a través de las agrupaciones principales que las representan, que probablemente serían, respectivamente, la I + D, las marcas y los recursos humanos, tal y como detallamos a continuación. El principal activo que suele identificarse con el capital de mercado de las empresas son las marcas adquiridas, que en algunos casos se activan en el balance y en su caso se amortizan o no ¹², máxime cuando pueden tener derechos legales de propiedad relacionados como las patentes o las marcas y se mejora la información contable. La razón de capitalizar las marcas reside en su capacidad de generar beneficios económicos en el futuro, máxime cuando el valor de las marcas se puede mantener cuando no incrementar en el tiempo mediante inversiones en publicidad o marketing.

Habría que distinguir que aunque las marcas adquiridas deben ser consideradas como activos, también constituyen un coste incurrido para generar futuros beneficios que deben ser amortizados de forma sistemática, con cargo a beneficios, ya que las inversiones que se hacen para su mantenimiento, lo que hacen es generar un activo intangible interno, que no debe tener un tratamiento distinto en función de que la marca original hubiera sido adquirida externamente o desarrollada internamente. El último problema es que en ocasiones es muy difícil identificar y valorar una marca como un activo separado y/o imposible asegurar los futuros beneficios económicos con un grado razonable de certidumbre. En estos casos el principio de prudencia aconseja, al igual que en el caso del fondo de comercio, eliminarse directamente bien con cargo a reservas o bien con cargo a beneficios. En España en general no se reconoce la posibilidad de activar los gastos relativos a la configuración del capital de mercado, como son, por ejemplo, las partidas de investigación de mercados, promoción y publicidad, que se cargan siempre contra los resultados del ejercicio, salvo los casos que se puedan encuadrar dentro del grupo de gastos de establecimiento o puesta en marcha ¹³. De esta forma podemos decir que la contabilidad en España no reconoce estos esfuerzos como activos intangibles sino que obliga a considerarlos como gastos.

¹¹ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 54, pág. 348, y Resolución del ICAC de Inmovilizado Inmaterial de 21 de enero de 1992, normativa esta última que incluye como *costes del activo inmaterial generado internamente*: costes del personal afecto directamente a las actividades del proyecto de I+D, costes de materias primas, consumibles y servicios, amortizaciones del inmovilizado afecto directamente al proyecto de I+D, y costes indirectos que afectan a las actividades del proyecto de I+D.

¹² Véase RADEBAUGH, Lee H., y GRAY, Sidney, J. (2002): «*International Accounting and Multinational Enterprises*», fifth edition, John Wiley & Sons, Inc., págs. 181-183.

¹³ AECA (1998), «Inmovilizado Inmaterial y Gastos amortizables», Documento n.º 3 de la *Serie de Principios Contables*, 8.ª Edición, Madrid, págs. 64-66, desarrolla estos gastos bajo el epígrafe de gastos que no deben considerarse amortizables aunque a su vez reconozca que las empresas en la práctica los reconozcan como tales.

El reconocimiento contable del capital humano de la empresa ha sido una cuestión aún peor tratada en España, entre otras razones porque para reconocer que los gastos efectuados en este ámbito sean activos habría que tener un control y disposición sobre las personas que no existe en las sociedades modernas. Y es que a diferencia de los factores materiales de la empresa, los factores humanos no se suelen registrar como activos individualizados de forma directa, aunque sí indirecta, a través de su contribución a la formación del fondo de comercio. Entre las inversiones que se pueden efectuar en este ámbito podemos citar los costes y gastos de selección, formación, integración, cambio y organizacionales, los cuales a la vista de lo comentado serán registrados normalmente como gastos del ejercicio. De esta forma, cuando por la razón que sea tengamos que valorar el capital humano de una empresa desconoceremos los desembolsos previos¹⁴ que se hayan efectuado en el mismo y los posibles resultados del aprendizaje por la experiencia, con lo que nos veremos obligados a utilizar métodos indirectos para valorar, como por ejemplo, la técnica del valor actual ajustado del capital humano, considerando la evolución prevista de los costes salariales y la aportación imputable a dicho capital en la empresa, o el coste de reposición de este capital humano.

El capital tecnológico en la contabilidad se suele representar, cuando se reconoce, bajo el epígrafe de «gastos de investigación y desarrollo», que, además, goza de la peculiaridad de que dentro de las partidas de intangibles generadas internamente, es la más susceptible de capitalización. En general se suele asignar un trato diferente a la investigación y al desarrollo. En este sentido, *Investigación* es «todo aquel estudio original y planificado, emprendido con la finalidad de obtener nuevos conocimientos científicos o tecnológicos», mientras que el *Desarrollo* se define como «la aplicación de los resultados de la investigación o de cualquier otro tipo de conocimiento científico a un plan o diseño, en particular para la producción de materiales, productos, métodos, procesos o sistemas nuevos, o sustancialmente mejorados, antes del comienzo de su producción o uso comercial»¹⁵. Las diferencias entre ambos radican en que los *gastos de investigación* han de cargarse a la cuenta de pérdidas y ganancias en el momento en el que se incurren, mientras que los *gastos de desarrollo* se capitalizan sólo cuando se ha podido establecer la viabilidad tecnológica y comercial del activo para su venta o uso¹⁶, la razón es que el riesgo de fracaso es mayor para la investigación que para el desarrollo, ya que en esta fase se puede asegurar mejor la viabilidad técnica y económica de los proyectos. La justificación de activar los gastos de desarrollo reside en su capacidad potencial de generar beneficios futuros y en que así las cuentas financieras de la empresa nos ofrecen más información del esfuerzo que está acometiendo. En cualquier caso, cuando se activan estos gastos, se suele considerar también la necesidad de amortizar sistemáticamente esta partida, con cargo a los beneficios de futuros ejercicios, ya que la incertidumbre innata existente en esta partida, aconseja seguir en alguna medida el principio de prudencia. Por contra, el llevar la Investigación directamente a resultados, se justifica, ante todo, por la dificultad de asegurar los beneficios económicos futuros con un grado razonable de certidumbre, con lo que si se activan estos gastos y fracasa esa partida,

¹⁴ El método de costes históricos considera el coste de adquisición de los recursos humanos como aquellos desembolsos realizados en el reclutamiento, adiestramiento y formación de los operarios. El problema reside en estimar la duración de la vida de los individuos en la empresa.

¹⁵ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 7, págs. 341-342. En similar sentido, el PGC español define a la *Investigación* como la indagación original y planificada que persigue descubrir nuevos conocimientos y superior comprensión en los terrenos científico o técnico, y al *Desarrollo* como la aplicación concreta de los logros obtenidos en la investigación hasta que se inicia la producción comercial.

¹⁶ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 42, pág. 347.

la estabilidad financiera de la empresa puede verse comprometida, sobre todo si el esfuerzo es en términos relativos cuantioso para la empresa.

Respecto a los *criterios de capitalización de los gastos de desarrollo*, un activo intangible surgido de *gastos de desarrollo*, debe ser reconocido como tal de forma obligatoria según las NIC si se cumplen una serie de requisitos¹⁷: por un lado, los relativos a la viabilidad técnica para completar el activo intangible, es decir, «si técnicamente es posible completar la producción del activo inmaterial» e intención y capacidad financiera de completar el activo intangible para utilizarlo o venderlo. Los segundos son la capacidad de la empresa de utilizar o vender el activo intangible, y de que éste sea capaz de generar beneficios económicos en el futuro. Por último, debe haber capacidad para valorar, de forma fiable, el desembolso atribuible al activo inmaterial durante su desarrollo. La principal diferencia en este ámbito de la normativa española con respecto a las NIC es que en el PGC la *capitalización de los gastos de investigación y desarrollo* es un tratamiento contable *opcional* (y por lo tanto no obligatorio) si se cumplen las condiciones de estar específicamente individualizados por proyectos y su coste claramente establecido para que pueda ser distribuido en el tiempo y tener motivos fundados del éxito técnico y de la rentabilidad económico-comercial del proyecto o proyectos.

El PGC vigente en España obliga a que los activos intangibles permanezcan valorados al *coste histórico*, menos el importe de la amortización acumulada y las pérdidas de valor reversibles recogidas en una «*provisión por depreciación*» que minorra el valor neto contable del activo intangible. Sin embargo, en la NIC de intangibles se permite revalorizar los mismos, y alejarse del coste histórico, en función del valor razonable, *fair value*, que tengan, siempre y cuando este valor se haya determinado en referencia a un mercado activo¹⁸, por lo que si no existe este tipo de mercados no será posible la revalorización. En cualquier caso, cuando se incrementa el valor en libros de un activo inmaterial como consecuencia de una revalorización, dicho aumento debe ser llevado directamente a una cuenta de *reservas por revalorización*, dentro del patrimonio neto.

Los activos intangibles, al igual que el resto de activos, se amortizan en función de su vida útil, con la cautela de que bajo justificación razonable, ésta no debe superar los veinte años¹⁹. El método de *amortización*, que según las NIC puede ser el *de amortización lineal*, *el de porcentaje constante sobre importe en libros* o *el de suma de unidades producidas*, debe reflejar el patrón de depreciación, por parte de la empresa, de los beneficios económicos derivados del activo, con lo que dada la dificultad de prueba²⁰, en la mayor parte de los casos se utilizara el *método de amortización lineal*, que es el único que no es necesario justificar²¹. En la legislación española se establece un

¹⁷ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 45, pág. 347.

¹⁸ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 64, pág. 350. La definición de mercado activo se encuentra en el apartado 7 (pág. 341) de esta NIC, entendiéndose que éste es un mercado en el que se dan las siguientes condiciones: los bienes o servicios intercambiados en el mercado son homogéneos, se pueden encontrar en todo momento compradores o vendedores para un determinado bien o servicio, y los precios están disponibles para el público.

¹⁹ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 79, pág. 352.

²⁰ Los criterios que podemos utilizar son los del uso que se espera hacer del activo, vida útil de activos comparables, normativa legal que limite su duración, nivel de gastos previstos para su mantenimiento.

²¹ NIC 38 (2003), *op. cit.* ... apartado 88, pág. 354.

plazo máximo de amortización de cinco años para los gastos de investigación y desarrollo, pero los primeros se amortizan a partir del ejercicio en que se activan, mientras los segundos se amortizan sólo a partir de la fecha de terminación del proyecto ²².

Las empresas deben evaluar, en cada fecha de cierre del balance, si existe algún indicio de deterioro del valor de sus activos intangibles, en cuyo caso habrán de determinar el *valor recuperable* ²³ del activo intangible correspondiente, entendido éste como el mayor entre su precio de venta neto y su valor de uso. De esta forma, la pérdida de valor se medirá como diferencia entre el valor en libros y su valor recuperable. Esta reducción se designa *pérdida por deterioro* y debe ser reconocida inmediatamente como un gasto en la cuenta de resultados, a menos que el activo se contabilice por su valor revalorizado, en cuyo caso habrá previamente de reducirse ésta ²⁴. En la norma contable española, en las pérdidas de valor de los activos intangibles, habrá que diferenciar entre las de carácter reversible, que se reconocen a través de *provisiones de inmovilizado*, y las irreversibles que van a *gastos extraordinarios* en el resultado del ejercicio ²⁵.

1.4. Las peculiaridades del registro contable del capital intangible agregado: el fondo de comercio.

El fondo de comercio se refleja en el exceso del precio de compra, sobre el valor razonable *fair value* de los activos netos (el valor de los activos individuales menos sus pasivos), cuando se adquiere una empresa como un conjunto. En alguna medida equivale a una prima pagada para reflejar la capacidad futura de generar beneficios de la adquisición. El PGC español define el fondo de comercio como el conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, el nombre o razón social y otros de naturaleza análoga que impliquen valor para la empresa, y que pueden figurar en el activo sólo cuando su valor se pone de manifiesto en virtud de una adquisición onerosa ²⁶. Este fondo de comercio debe amortizarse de modo sistemático, durante el tiempo en que contribuya a la obtención de ingresos, con el límite máximo de 20 años, justificándose en la memoria las amortizaciones que superen los cinco años. El tratamiento contable del fondo de comercio suele articularse en torno a dos grandes alternativas: una la de sanear el fondo de comercio directamente con cargo a reservas (que será el tratamiento más común en el caso de fondo de comercio negativo), otra la de capitalizar el fondo de comercio como un activo, con las consiguientes correcciones de valor a lo largo de su vida útil con provisiones, y en su caso con posibilidad o no de dotar amortizaciones.

²² Resolución de 21 de enero de 1992 del ICAC.

²³ NIC 36 (2003), *op. cit.* ... apartado 9, pág. 302. Esta NIC 36 es la relativa al deterioro del valor de los activos, y determina en su apartado 5 (pág. 297) que el *precio de venta neto* de un activo es «el importe que se puede obtener por la venta del mismo en una transacción libre, realizada entre un comprador y un vendedor adecuadamente informados, una vez deducidos los costes de enajenación o abandono», y el *valor de uso* de un activo es «el valor actual de los flujos futuros estimados de efectivo que se esperan, tanto de su funcionamiento continuado en el tiempo, como de su eventual enajenación o abandono al final de la vida útil».

²⁴ NIC 36 (2003), *op. cit.* ... apartados 58 y 59, pág. 309.

²⁵ Véase nota 22.

²⁶ Norma 5.ª Valoración del Inmovilizado Inmaterial del Plan General de Contabilidad (RD 1643/1990, de 20 de diciembre, publicado en el BOE de 27 de diciembre).

La cuestión de la amortización del fondo de comercio es controvertida, ya que no siempre está justificada²⁷. La razón es que el fondo de comercio adquirido en alguna medida capitaliza los futuros beneficios económicos esperados, por lo que en una empresa con futuro su valor no disminuye de forma continua, porque es continuamente mantenido, cuando no incrementado. Como consecuencia se entiende que si el fondo de comercio se amortiza, puede ser tenido en cuenta dos veces, una por los costes y gastos de mantener el valor del fondo de comercio y otra por la dotación de su amortización. En contra de este razonamiento se podría sostener reconociendo que habría que distinguir entre el fondo de comercio adquirido como activo que va perdiendo valor y el fondo de comercio generado internamente que le va sustituyendo en el tiempo. No tiene por qué haber diferencias de tratamiento entre las empresas que previamente han adquirido otras empresas y van reponiendo económicamente este fondo de comercio, y las que lo generan internamente, la amortización sistemática del fondo de comercio se justifica porque es un activo que tiene en cuenta los futuros beneficios económicos. A medida que estos beneficios se vayan produciendo, el fondo de comercio se estaría ya utilizando (consumiendo o depreciando).

La norma general es amortizar los activos a lo largo de su vida útil, aunque en algunos casos se admitan plazos superiores condicionados a que se supere el test de deterioro (*impairment test*) que demuestre este mantenimiento del valor, como señala la NIC 38 para amortizar el fondo de comercio en más de 20 años²⁸. Si no se reconociera la amortización del fondo de comercio, los futuros beneficios estarían sobreestimados, porque no se habrán incluido todos los costes incurridos para generar los beneficios. Además, como la vida del fondo de comercio es indeterminada, la amortización sistemática suele ser la práctica más prudente, basada en la lógica de que retrasar la eliminación del fondo de comercio hasta que se produzca o se conozca el deterioro efectivo, puede conducir a reconocer la pérdida en períodos posteriores a aquel en que se produjo.

La Resolución de 21 de enero de 1992 del ICAC identifica el fondo de comercio como «el conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, nombre o razón social, localización de la empresa, cuota de mercado, nivel de competencia comercial, capital humano, canales comerciales y otros de naturaleza análoga que impliquen valor para la empresa». Estos activos no suelen tener un reconocimiento contable y equivalen a lo que en capítulos anteriores hemos denominado capital intelectual o intangible de la empresa, con lo que el fondo de comercio en la práctica se calcula como «la diferencia entre el importe satisfecho en la adquisición y la suma de los valores identificables de los activos individuales adquiridos menos los pasivos asumidos en la adquisición»²⁹. El valor de mercado de los activos, de acuerdo con las normas de valoración del PGC, será el límite máximo a considerar para su valoración, mientras que los pasivos se valorarán a su valor actual, sin perjuicio de contabilizar el valor de reembolso, teniendo en cuenta el tipo de interés de mercado. Si el importe

²⁷ Para una revisión de este debate doctrinal *vid.* FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y VINCENT, L. (1996), «Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs», *Journal of Accounting Research*, n.º 34, págs. 117-134.

²⁸ NIC 36 (2003), *op. cit.* ... apartado 102, pág. 355 señala que el requisito de comprobación anual de la pérdida por deterioro del valor para los activos inmateriales se aplicará siempre que al activo se le haya estimado una vida útil superior a veinte años a partir del momento en que se comience a utilizar.

²⁹ Resolución del 21 de enero de 1992 del ICAC por la que se dictan normas de valoración del inmovilizado inmaterial (BOE de 7 de abril de 1992).

satisfecho en la adquisición es superior al valor de los activos y los pasivos adquiridos³⁰, la empresa reconocerá un *fondo de comercio positivo*, mientras que si el importe pagado es menor a la suma de los activos y pasivos «identificables», el *fondo de comercio será negativo*.

En los casos en que el fondo de comercio resulte negativo se suele considerar el mismo como un *ingreso a distribuir* a medida que lleguen los gastos y pérdidas esperadas por los que se pagó un precio menor en la adquisición, y si estas contingencias no llegan a producirse, el importe del fondo de comercio negativo *que no exceda de los valores razonables de los activos identificables* de carácter no monetario adquiridos en la operación se distribuirá como ingreso de forma sistemática en función de la vida útil media ponderada de estos bienes, y el resto del fondo de comercio negativo (lo que exceda de los valores razonables de los activos identificables de carácter no monetario adquiridos) deberá imputarse como ingreso de forma inmediata³¹. Por su parte, la normativa española considera el fondo de comercio negativo bien como una «provisión para riesgos y gastos» o bien como menor valor de los activos adquiridos. En cuanto a la posible pérdida de valor derivada de su aportación a la empresa, el fondo de comercio debe ser objeto de amortización de una forma sistemática a lo largo de su vida útil. El período de amortización debe reflejar la mejor estimación del plazo a lo largo del cual se espera que produzca beneficios económicos para la empresa, aunque existe la presunción refutable de que la vida útil del fondo de comercio no es superior a *veinte años*, desde el momento de su reconocimiento inicial³².

El reconocimiento de las posibles pérdidas o correcciones de valor del fondo de comercio, se debe evaluar en cada fecha de cierre del balance, si existe algún indicio de deterioro del valor de sus activos, para lo que la empresa deberá estimar el *importe recuperable*³³ del activo en cuestión. La *pérdida por deterioro* surge siempre que el importe en libros del activo en cuestión sea mayor que su importe recuperable. Para valorar la pérdida de valor del *fondo de comercio* hay que tener en cuenta que él sólo no es capaz de generar flujos de caja de forma individual, sino que es dependiente de otros activos, forma parte de lo que denomina «*unidad generadora de efectivo*³⁴», de la que se calculará el valor recuperable, para poder realizar la prueba de pérdida de valor del fondo de comercio.

³⁰ Véase el artículo de S. VALLABHAJOSYULA (2003), «Normas contables y regulación sobre intangibles» en el libro de Baruch LEV, *Intangibles: Medición, Gestión e Información*, Ediciones Deusto, Barcelona, pág. 172, que señala que los intangibles comprados conjuntamente con otros activos o como parte de una empresa que se adquiere deberían ser también registrados por su coste en la fecha de adquisición. El coste se mide de manera diferente en el caso de los activos intangibles identificables y en el de los que no pueden identificarse separadamente del resto. El coste de los primeros se estima como una parte del coste total del grupo de activos o de la empresa adquirida tomando como base los valores razonables de los diferentes activos identificados en la adquisición. El coste de los activos no identificables se determina por diferencia entre el coste del conjunto de activos y la suma de los costes asignados a los activos identificables, tanto tangibles como intangibles, deducidas las deudas contraídas.

³¹ NIC 22 (2003), *op. cit.* ... apartados 62 y 61, pág. 206. La NIC 22 es la relativa a las combinaciones de negocios.

³² NIC 22 (2003), *op. cit.* ... apartado 45, pág. 347, según la cual el método de amortización utilizado debe reflejar el patrón de consumo esperado, por parte de la empresa, de los beneficios económicos derivados del fondo de comercio. Así pues, debe adoptarse el método lineal de amortización, a menos que exista evidencia de que, en las circunstancias concretas, es más apropiado otro método.

³³ La NIC 22 remite en esta cuestión apartado 55, pág. 206, a la NIC 36 (2003), *op. cit.* ... apartado 5, pág. 297, que establece que el importe recuperable de un activo es el mayor entre su precio de venta neto y su valor de uso. La NIC 36 es la relativa al deterioro del valor de los activos.

³⁴ NIC 36 (2003), *op. cit.* ... apartado 65, pág. 309, define a la *unidad generadora de efectivo*, es el grupo identificable de activos más pequeño, cuyo funcionamiento continuado 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, siendo su valor recuperable el mayor entre el precio de venta neto y su valor de uso.

2. LOS PRINCIPIOS GENERALES DE VALORACIÓN DE INTANGIBLES

2.1. Introducción.

La contabilidad está muy vinculada a la valoración, lo que hace necesario considerar los dos ámbitos conjuntamente. La *valoración de empresas* es el proceso que intenta cuantificar monetariamente el valor agregado de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada. Esta medición no es sencilla, entraña numerosas dificultades técnicas, por lo que es especialmente importante elegir procedimientos objetivos y fiables, e interpretar sus resultados con las cautelas apropiadas, ya que en la mayor parte de las ocasiones veremos que, como resultado de los distintos métodos e hipótesis, se llega a intervalos de valoración, más que a resultados netos. El precio es un valor determinado, un número cierto fruto de la transacción o negociación entre las partes, mientras que una valoración no deja de ser una opinión, cuyo objetivo final no tiene por qué ser la determinación del precio, puesto que no siempre se valora una empresa para su posterior venta.

Los métodos de valoración pueden ser *estáticos* y *dinámicos*. Los *estáticos* son aquellos que valoran la situación actual de la empresa, y tienen el inconveniente de que se basan en el presente y en el pasado sin tener en cuenta el futuro de la sociedad, por lo que no suelen contemplar los intangibles. Por su parte, los *métodos dinámicos* consideran los posibles rendimientos futuros de la misma, por lo que buscan el valor de una sociedad basándose en la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtenga la empresa, y por lo tanto suelen ser los más adecuados y precisos, dentro de lo que cabe. Según los métodos dinámicos el valor de un negocio es el resultado de agregar al valor neto de sus activos a precio de mercado la estimación de los flujos futuros de rentabilidad que éstos sean capaces de generar. Los distintos métodos analíticos se suelen diferenciar por las variables que se emplean para medir estos rendimientos futuros. Las magnitudes más utilizadas son los dividendos, los beneficios y los flujos de caja. Todos estos flujos de fondos han de ser, posteriormente, descontados a una determinada tasa en función del riesgo que conlleve la inversión. Es decir, consideran el valor de una empresa como el valor actualizado de los flujos disponibles para remunerar los capitales propios y ajenos. El valor que se obtiene a través de la aplicación de los métodos dinámicos de valoración de empresas suele estar compuesto por dos variables: la actualización de los flujos futuros del negocio y el *valor terminal* o *residual* del negocio, que habrá de ser actualizado al presente, utilizando en ambos casos tasas de descuento acorde con las circunstancias específicas de riesgo de la valoración.

Los métodos simples de valoración, aunque se puedan utilizar para valorar el capital intangible de forma indirecta, suelen ser menos precisos en esta tarea que los métodos compuestos, que consideran el presente y el futuro del negocio³⁵. El fondo de comercio en términos globales equivale al exceso de valor (capital intangible global no reconocido) que tiene la empresa por encima

³⁵ Vid. FERNÁNDEZ, Pablo (2001), *Valoración de empresas*, Gestión 2000, Barcelona, pág. 35. Los métodos compuestos están basados en el fondo de comercio o *goodwill*, y parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración, porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. A grandes rasgos se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros.

de su valor contable. Pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparecen reflejados en el balance pero que, en cambio, aportan una ventaja respecto a otras empresas del sector, y que se pueden poner de manifiesto en la transmisión de una empresa en funcionamiento o una unidad de explotación de las que se integran en la misma. Es decir, independientemente del valor sustancial del patrimonio afecto a una actividad y de su capacidad objetiva para producir bienes y servicios, existen otros factores exógenos que no han podido ser objeto de registro contable pero que, indudablemente, deben ser considerados para determinar el valor de una empresa en caso de transmisión. Como consecuencia, podríamos definir el fondo de comercio como el excedente de valor total de la empresa sobre su valor sustancial ³⁶.

Los principios financieros de valor aplicables a activos tangibles son igualmente aplicables a activos intangibles, por lo que el valor de los intangibles se suele basar en su capacidad de generar flujos de caja o beneficios en el futuro. La mayor dificultad para valorar un elemento intangible suele ser la de aislar de forma coherente y fiable lo que realmente le corresponde al activo de lo que pertenece al resto del negocio. De cualquier modo, para poder valorar de forma razonable y justificada un elemento intangible éste tiene que cumplir unos determinados requisitos: identificabilidad, apropiabilidad, transferibilidad y durabilidad. Los elementos intangibles han de ser claramente identificables y separables del resto del negocio. El valor de cualquier activo se determina por su potencial para generar ingresos o flujos de caja netos, ya sea por la explotación del mismo o por su venta. A la hora de valorar un activo intangible, se debe plantear hasta qué punto dicho activo puede generar unos ingresos por sí mismo y en qué medida dicha propiedad puede seguir generando ingresos aisladamente del resto de activos del negocio. Además, los elementos deben estar protegidos legalmente o, por lo menos, ser susceptibles de dicha protección, para que tengan un cierto valor real. Existen diversas fórmulas de protección legal, por lo que para su valoración se ha de tener en cuenta el ámbito geográfico y duración de dicha protección, que generalmente suele ser finita, y por tanto con un impacto directo sobre el valor del activo.

Los métodos de valoración de los intangibles que se basan en determinar su importe a partir de la agregación de sus elementos intangibles ³⁷ sólo obtienen una parte de su cuantía y obvian que la empresa como organización o sistema puede tener un valor global del conjunto del capital intangible superior al de la suma de sus partes. Para solventar este problema, se desarrollan los llamados métodos globales de medición del capital intangible, los cuales, de una u otra forma, suelen basarse alternativamente en descontar los beneficios o flujos de caja futuros a que puedan dar lugar dichos elementos, bien por exclusión de valor de mercado o bien por capitalización de superbeneficios.

Existen otras posibilidades de valoración que utilizan como punto de referencia los múltiplos de mercado de transacciones comparables y/o el coste de reposición o de adquisición del activo

³⁶ El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, es decir, estaría constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la explotación (se excluyen, por tanto, los terrenos no utilizados, las participaciones en otras empresas, etc.). La principal diferencia con el valor contable es que en este método no se están considerando los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa, es decir, se incluye todo el activo del balance comprometido en la explotación (activo total y no un activo neto, pues este método no incluye ningún pasivo exigible).

³⁷ Una descripción exhaustiva de éstos se encuentra en OLLERO BORRERO, E. y FERNÁNDEZ LÓPEZ, P. (2003), «Valoración de Intangibles: Un enfoque práctico», CD *Valoración y Análisis de Pymes*, ed. AECA, noviembre 2003.

intangible y no en su potencial futuro. Respecto a estas últimas posibilidades, el método de múltiplos de mercado, que es el más sencillo de aplicar, se suele encontrar con la dificultad de hallar transacciones claramente comparables con el activo que estamos valorando y, en el caso de que éstas existan, analizar y entender las motivaciones que las originaron, con el fin de evaluar hasta qué punto las operaciones escogidas realmente constituyen transacciones comparables y representativas. Por último, en defecto de un método mejor, podemos valorar el capital intangible en lo que costó en su día generarlo, con independencia de que dicho gasto se activara o no, pero teniendo en cuenta su depreciación desde entonces, o lo que nos costaría ahora construirlo. El problema es que este último cálculo por sí mismo puede ser más complejo que cualquiera de los métodos que se propondrán posteriormente para valorar globalmente los intangibles, lo que normalmente hace que no se utilice.

Tradicionalmente el fondo de comercio se valoraba de forma simple, partiendo de que el mismo equivalía a un múltiplo entre 1 y 5 de los beneficios netos anuales o de la facturación³⁸. El múltiplo sería diferente en función del momento y/o sector en el que opera la empresa. El valor de las empresas se determinaría agregando al valor así calculado del fondo de comercio el valor de su activo neto real. El principal problema que resulta de este cálculo es que es muy sensible y se puede ver excesivamente influido por la evolución y determinación de los beneficios en el ejercicio que se tome como referencia. En cualquier caso, este tipo de cálculos es similar al que resulta de valorar una empresa por el método de múltiplos a partir de su beneficio, es decir, aplicando el PER. La consideración del fondo de comercio se basa en el hecho de que el valor del conjunto no tiene por qué ser forzosamente igual a la suma de los valores de sus componentes. Este valor no aparecería si se pudiese representar la integridad del patrimonio en su conjunto, por lo que en el momento en que se trata de descomponer la totalidad del patrimonio, se observa que éste no está configurado únicamente por valores y, por tanto, al balance de la empresa en el momento de la valoración le falta un elemento más que se identifique como generador de la renta diferencial positiva o negativa con relación a la renta normal, es lo que más adelante se identificará como superbeneficio.

2.2. El reconocimiento de los intangibles en los mercados financieros.

En empresas cotizadas en mercados organizados la *razón entre valor de mercado y valor contable* es otra medida sencilla que nos aproxima a la dimensión máxima del capital intangible, entendido éste como la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable³⁹. El problema es que estos valores pueden verse modificados por factores que no controla la empresa, y que son ajenos en su mayor parte al valor del capital intangible de la empresa, como puede suceder, por ejemplo, con los múltiplos de resultados, las tasas de descuento exigidas para valorar empresas, las circunstancias que incidan sobre el valor contable, como la utilización de coste histórico de adquisición en inmuebles o las políticas discrecionales de provisiones y amortizaciones. Para evitar estas distorsiones y aumentar

³⁸ VALLS MARTÍNEZ, M.C. (2001), «Métodos clásicos de valoración de empresas», *Revista Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, págs. 49-66.

³⁹ En este sentido R. HALL (1999), «The Stock Market and capital accumulation», *NBER Working Paper*, n.º 7180, pág. 16, apuesta por inferir el valor de los intangibles a partir de la diferencia existente entre el valor de capitalización y el valor de los activos tangibles, aunque reconoce que ello supone aceptar que los mercados financieros valoran de forma eficiente a las empresas, lo cual no siempre es cierto.

la fiabilidad de este método, se debe considerar la razón entre valor de mercado y contable, en lugar de la cifra que surge de su diferencia, de manera que se pueda comparar con sus competidoras o con el promedio de sector, además de seguir la evolución anual de las razones. Como resultado se obtiene la famosa «Q»⁴⁰ que mide la ratio entre el valor de mercado y el coste de reposición de sus activos. En general, sus valores elevados responderán a situaciones en que las empresas obtienen beneficios extraordinarios por sus activos empleados en relación con el coste del capital, lo cual se imputaría al capital intangible de la empresa, ya que es lo más específico de la empresa, puesto que la mayor parte de los activos tangibles están a disposición del conjunto de empresas que operan en un mercado, lo que imposibilita obtener beneficios extraordinarios a partir de los mismos.

En la valoración de intangibles a través de este método se debe depurar el efecto de los factores exógenos que influyen en el valor de mercado de las empresas, lo que no siempre es posible, además de encontramos con la dificultad práctica de su medición, sobre todo cuando se utiliza el coste de reposición, en lugar del valor contable del activo para permitir la comparación entre empresas, y evitar las distorsiones que puede provocar el distinto tratamiento contable que aplican las empresas de distintos países en la valoración de la depreciación de sus activos. En este sentido, a menudo se toma como aproximación para cuantificar el capital intelectual, el cociente resultante de la capitalización bursátil (valor de mercado) y el valor contable de los recursos propios. De esta forma, el capital intelectual, en términos absolutos, se obtendría restando el numerador del denominador. En cualquier caso, estos procedimientos no carecen de inconvenientes de índole conceptual, el principal de los cuales consiste en suponer que el mercado de títulos de la empresa es eficiente, hipótesis que no siempre se cumple.

La ratio valor de mercado sobre valor contable se puede calcular directamente a partir de los datos disponibles para cada empresa, pero esta ratio tiene un valor de equilibrio⁴¹ de acuerdo a los modelos de valoración de empresas a partir de los flujos de caja esperados, que nos puede ser de utilidad como indicador alternativo de posible sobrevaloración o infravaloración de las distintas empresas. Para ello se puede partir de que el valor de una acción en un modelo de descuento de dividendos con crecimiento estable puede identificarse como:

$$VM_o = Q_1 / k_c - g_n$$

Donde VM_o es el valor de mercado actual de las acciones, Q_1 son los flujos de dividendos esperados para el próximo año, k_c es el coste del capital y g_n es la tasa de crecimiento esperado para los dividendos. A partir de esta fórmula inicial el profesor DAMODARAN presentó unas modificaciones para determinar cuál debería ser la ratio de valor de mercado sobre valor teórico para cada empresa,

⁴⁰ Fue desarrollada por el premio Nóbel TOBIN, J. y publicada en 1959, «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n.º 1, febrero, págs. 15-29. Una visión moderna de la misma se puede encontrar en CHIRINKO, R.S. (1993), «Multiple capital inputs, Q, and investment spending», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 17 (n.º doble 5-6), págs. 907-928. Para su prueba empírica en España vid. MAROTO ACÍN, J.A. (1997), «Ahorro empresarial e inversión», *Papeles de Economía Española*, n.º 70, págs. 84-99.

⁴¹ Aquí seguimos a A. DAMODARAN (2002), *Investment Valuation; Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Willey & Sons, 2.ª Edición Universitaria, Nueva York, capítulo 19 sobre los «Múltiplos de valor en libros».

lo que nos permite, a su vez, calcular la diferencia entre el valor de mercado y el teórico, o lo que es lo mismo, el valor global de los intangibles ⁴². Las fórmulas se determinan operando y sustituyendo Q_1 por su valor $B_1 \times \text{ratio Payout}$ donde B_1 son los beneficios netos del próximo año y la *ratio Payout*, es la proporción del mismo que se destina al pago de dividendos, y teniendo en cuenta que el ROE (rentabilidad sobre recursos propios) equivale al cociente entre los beneficios netos B_1 , y los recursos propios (valor contable de la empresa o VC), y operando los términos podemos señalar que,

$$VM_0 = (B_1 \times \text{Ratio Payout}) / (k_e - g_n) = (VC_0 \times \text{ROE} \times \text{Ratio Payout}) / (k_e - g_n)$$

Despejando, podemos obtener la *ratio VM/VC* que será:

$$VM_0 / VC_0 = (\text{ROE} \times \text{Ratio Payout}) / (k_e - g_n)$$

Con lo que la *ratio VM/VC* es una función directa de sus recursos propios, de la tasa de crecimiento de los dividendos y de la proporción de los beneficios que se destina a dividendos, y una función inversa al riesgo de las empresas.

2.3. El reconocimiento de los intangibles en las operaciones corporativas.

Desde una perspectiva del principio de prudencia para calcular el valor de la empresa, en muchas ocasiones se fija una posición intermedia (normalmente la media) entre el cálculo resultante del valor sustancial (corresponde al activo neto corregido y en su caso valorado) y el posible valor de rendimiento resultante de descontar a un interés conveniente de la rentabilidad presente o futura estimada los beneficios o flujos de caja. En este caso, el fondo de comercio sería la parte del valor de rendimiento que consideramos para valorar la empresa, justificándose este tipo de cálculos en el hecho de que el fondo de comercio suele ser más aleatorio y menos duradero que el valor sustancial, máxime cuando el fondo de comercio creado para el vendedor de la empresa desaparece a la larga, debiendo el comprador reconstruir uno nuevo, lo que supone que debe ser amortizado más rápidamente, justificando la disminución del valor de rendimiento a efectos de no pagar íntegramente la plusvalía a la cedente. Como consecuencia se trataría de repartir el fondo de comercio entre comprador y vendedor para que ambos tengan un aliciente en la transacción.

La forma más habitual de valorar el fondo de comercio es el método directo, llamado también «de la renta del fondo de comercio» o *superbeneficios*, que calcula el valor de la empresa como la suma del valor sustancial (V_s) y del fondo de comercio (G), sin emplear el paso intermedio del valor

⁴² Estas fases con más detalle se encuentran en DAMODARAN, A. (2002), *Investment Valuation; Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Willey & Sons, 2ª Edición Universitaria, Nueva York, pág. 515.

de rendimiento. Es decir, $V_e = V_s + G$, una vez determinado, el valor sustancial ajustado, se calcula el interés que daría, en las condiciones normales de colocación, un capital igual a aquél, es decir, se calcula la rentabilidad normal del valor sustancial a una tasa de mercado. La diferencia entre este interés y la rentabilidad futura representa un superbeneficio que se puede considerar como la renta del fondo de comercio. Por tanto, capitalizando esta renta se puede determinar directamente el fondo de comercio. De esta forma, se tiene en cuenta la fragilidad de los elementos del fondo de comercio en el tiempo, para lo que es suficiente actualizar la renta del fondo de comercio a una tasa r superior a la i estimada como representativa de la rentabilidad del valor sustancial⁴³, con lo que la expresión matemática de este método sería la siguiente:

$$V_e = V_s + [(B - iV_s)/r]$$

Siendo: V_s = Valor sustancial neto (o activo neto corregido); i = Tipo de interés medio de las inversiones financieras; r = Tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo⁴⁴. El superbeneficio es la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de la colocación, al tipo de interés i , de capitales iguales al valor de activo de la empresa. El problema del método es que supone que, con las condiciones actuales, se va a obtener un superbeneficio de forma indefinida, lo que normalmente no suele ser cierto, pues, si bien la actual situación va a proyectarse durante un determinado número de años, tendrá un límite a partir del cual los superbeneficios ya no dependerán de las condiciones actuales sino de las mejoras que se vayan incorporando con posterioridad.

Los métodos de diferencial de beneficios buscan fórmulas para valorar el diferencial de beneficio que se genera gracias a la utilización del activo intangible, comparándolo con el beneficio que se generaría en ausencia del mismo. Una vez identificado el beneficio atribuible al activo intangible, éste se capitaliza en consonancia con el utilizado para valorar la sociedad en sí, siendo ésta una metodología que se utiliza con frecuencia para valorar marcas y nombres registrados, por la facilidad de su cálculo en el ámbito de ventas a partir de la segregación de los costes de marketing y publicidad de los productos comercializados bajo la marca. Los dos principales problemas de este cálculo son que en ningún momento considera explícitamente el coste de inversión en activos tangibles y que el método por su naturaleza es estático y, por consiguiente, está valorando la marca sobre la base de unos resultados históricos y no de futuro o de evolución del mercado.

Para depurar la aportación al beneficio de los elementos tangibles podemos utilizar el *método del exceso de beneficio*. Éste implica estimar, en primer lugar, el valor real de mercado de los activos

⁴³ Esta tasa de riesgo debe ser mayor cuanto más intangibles sean los activos de la empresa, tal y como señalan LAMOTHE, P. (2000), «La valoración de empresas de alto crecimiento. Especial referencia a las acciones tecnológicas», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 10, n.º 2, pág. 316, y CAÑIBANO, L.; GARCÍA-AYUSO, M. y SÁNCHEZ, P. (1999), «La relevancia de los intangibles en la valoración y gestión de empresas. Revisión de la literatura», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 100, págs. 17-88.

⁴⁴ Vid. CALZADA, B. y LÓPEZ, M.A. (1999), «El problema de la estimación del riesgo en la valoración de empresas», *Revista Galega de Economía*, vol. 8, n.º 2, págs. 249-258.

tangibles requeridos para la explotación del bien intangible. Una vez establecido el valor de estos activos, se fija el retorno requerido sobre la inversión inicial. Una vez determinadas de forma razonable ambas variables, cualquier retorno por encima del retorno requerido es imputado directamente al elemento intangible, capitalizándose dicho exceso de beneficio para el cálculo del valor del activo. Esta metodología, que en alguna medida es una variante de la metodología de la valoración del negocio menos el valor de los activos tangibles empleados, introduce la posibilidad de reconocer el valor a partir del beneficio futuro que puede generar el activo. Los problemas que surgen se deben a que la tasa de retorno utilizada para el cálculo puede estar influida por un perfil de riesgo concreto del negocio global, que no necesariamente puede ser aplicable por igual a los distintos componentes del negocio y a que en la valoración de los bienes tangibles puede estar recogiendo valores intangibles y, por tanto, restándose al activo intangible, sobre todo cuando ha habido operaciones corporativas previas⁴⁵.

Entre los métodos prácticos que valoran el capital intangible a partir de su contribución a resultados podemos destacar, en primer lugar, el *cálculo del valor intangible o CIV (Calculated Intangible Value)*, también llamado método de Stewart⁴⁶, que fue desarrollado originalmente en la Kellogg School of Business de la Universidad Northwestern, que trata de encontrar una manera de calcular el valor de los intangibles en términos monetarios, adaptando para ello un método basado en el cálculo del Valor Actual Neto del Exceso de la Rentabilidad Económica sobre Activos después de impuestos en relación con el promedio del sector en que opera cada empresa, con lo que se mediría la capacidad de la empresa de generar beneficios diferenciales frente al resto de operadores de su sector. El principal inconveniente de este método es que se atribuye el diferencial de desempeño de una empresa exclusivamente a sus activos intangibles, cuyo rendimiento va unido casi siempre a factores de carácter tangible, máxime cuando los ciclos de inversión empresarial de estos últimos afectan de forma significativa a la rentabilidad empresarial. Otro problema es el derivado de que, como la mayor parte de la inversión en capital intangible no se activa sino que se lleva a gastos, en los momentos de fuerte inversión de este tipo se pueden ver afectadas transitoriamente las ratios de rentabilidad sobre activos.

El otro método global que se suele utilizar para evaluar activos intangibles a partir de su contribución a resultados es el de las «Ganancias normalizadas y del Capital del Conocimiento», que fue desarrollado por los profesores Feng GU y Baruch LEV de la Stern School of Business, en la Universidad de Nueva York, y que se basa en relacionar los beneficios con los activos que los generan⁴⁷. Estos autores rechazan valorar los activos intangibles, que equiparan con el capital intelectual, mediante la diferencia entre el valor de mercado y libros de la empresa, porque ese planteamiento asume dos premisas falsas: una es que no hay error en la formación de los precios

⁴⁵ Por motivos fiscales y contables es frecuente en las operaciones corporativas el intentar asignar en mayor o menor grado el fondo de comercio resultante a los elementos tangibles, ya que de esta forma se evitan las cautelas que algunas legislaciones mercantiles, como la española, establecen para llevar a resultados lo antes posible dicho fondo de comercio.

⁴⁶ Este modelo se puede encontrar desarrollado en STEWART, T.A. (2003), «Intellectual Capital: The new wealth of organizations», *Nicholas Brealey Publishing*, London, págs. 227-228.

⁴⁷ GU, F. y LEV, B. (2001), «Intangible assets: measurement, drivers, usefulness», *The 4th Intangibles Conference: Advances in the measurement of intangible (intellectual) Capital*, New York University, mayo. Un aspecto interesante de este trabajo es que los autores no se limitan a obtener el valor total de los intangibles, sino que intentan averiguar, mediante métodos estadísticos, los factores impulsores (*drivers*) de estos intangibles en las empresas: la investigación y el desarrollo, la publicidad, la inversión en activos físicos, las tecnologías de la información, las adquisiciones de tecnología y ciertas «buenas prácticas» con los recursos humanos (sistemas adecuados de incentivos, formación de los empleados, etc.).

en el mercado, no hay especulación ni burbujas distorsionadoras y si las hay se pueden aislar; la otra es que los valores de los balances son de realización, cuando ciertamente son históricos. Además rechazan ese enfoque porque es circulatorio, no es consistente usar como criterio para establecer precios, y con ello distancias entre valores de mercado y libros, únicamente el valor de la distancia en un momento determinado inmediatamente anterior⁴⁸. Para solventar estos problemas se propone una nueva metodología basada en la función de producción, de manera que la capacidad de producción de una empresa en un momento determinado está en función de tres clases de *inputs*: físicos, financieros e intangibles o de conocimiento.

$$CE = \alpha AF_1 + \beta AF_2 + \delta A_I$$

Donde *CE* es la capacidad económica equiparable a la capacidad de producción económica, AF_1 son los activos físicos, AF_2 son los activos financieros, A_I son los activos intangibles, y los factores α , β y δ representan la contribución de una unidad de cada activo a la capacidad económica de la empresa. Se entiende por capacidad económica, capacidad de producción en este contexto, la suma de los beneficios obtenidos en un momento determinado, excluidos los atípicos y los no habituales en los negocios sustanciales de la empresa o sector, más las ganancias futuras o crecimiento potencial. Ya que una medida basada estrictamente en los beneficios pasados, o modificaciones de los mismos, como las de valor añadido y flujo de caja pasados, pierde la esencia de lo que suponen los activos intangibles: capacidad de crear crecimiento futuro por medio de acciones como la inversión en I+D, actividades en redes de conocimiento o formación de empleados. En la expresión anterior, los valores de los activos físicos y financieros se obtienen de los balances y la memoria ajustándolos a valores reales. El tercer conductor de la capacidad de producción, el capital intangible o intelectual, se determina de acuerdo con el siguiente modelo:

MODELO CUANTITATIVO DE CÁLCULO DEL CI

Valor de los activos intangibles	
Beneficios pasados + Beneficios futuros	
Igual:	Beneficios normalizados (Capacidad económica o productiva)
Menos:	Retornos de los activos físicos
Menos:	Retornos de los activos financieros
Igual:	Beneficios logrados por intangibles
Capitalizados:	Valor de los activos intangibles

FUENTE: GU, F. y LEV, B. (2001), «Intangible assets: measurement, drivers, usefulness», The 4th Intangibles Conference: Advances in the measurement of intangible (intellectual) Capital, *New York University, mayo, pág. 5.*

⁴⁸ Vid. MARTÍNEZ OCHOA, L. (2002), *Gestión de conocimiento e intangibles: Impacto en contabilidad y mercado de capitales*, Ediciones Universidad de Navarra, S.A., Navarra.

En este modelo hay que estimar los beneficios normalizados y también la tasa α de los activos físicos, β de los financieros y δ de los intangibles. El resto de los datos precisos para asignar valor a los activos intangibles, a saber, beneficios pasados e importe de los activos físicos y financieros han de extraerse de los estados financieros y ajustarlos a valores reales. La estimación de los beneficios normalizados se hace mediante la media de los registrados entre tres a cinco años del pasado en las actividades ordinarias sustanciales de negocio y el mismo número de años de beneficios esperados en el futuro. Para empresas cotizadas se pueden usar consensos de los analistas, o cálculos de beneficios en función de ventas y estimaciones de éstas; para una empresa determinada se pueden aplicar estimaciones consensuadas públicas de crecimiento o las estimaciones de los propios directivos y combinaciones de ellas.

Para la estimación de los coeficientes α y β se utilizan diversos criterios, medias establecidas entre compañías clave de los principales *rankings*, estimaciones de expertos específicas para una empresa concreta en función de las condiciones del mercado para los activos físicos o financieros y estimaciones de la compañía. Feng GU y LEV en su estudio los estiman en un 7 por 100 y un 4,5 por 100 respectivamente después de impuestos, aunque pueden variar con las condiciones del mercado y las empresas⁴⁹. Lo que queda de los beneficios normalizados una vez deducidos el 7 por 100 del valor de los activos físicos y el 4,5 por 100 del valor de los activos financieros es la contribución de los activos intangibles a la capacidad económica de la empresa según el modelo, los beneficios logrados por causa de los intangibles (BDI).

La última operación consiste en obtener el valor atribuible a los activos intangibles capitalizando a una tasa δ (que LEV calcula en el 10,5%), previsiones anteriores, la serie de importes construida de BDI futuros. El valor de los activos intangibles obtenido es el capital intangible, capital de conocimiento o capital intelectual. Los beneficios debidos a intangibles (BDI) se pueden denominar beneficios de conocimiento. La ratio valor mercado/valor libros queda modificado incorporando en el denominador el capital intangible. El valor de los activos físicos y financieros, valor en libros o patrimonio neto contable, más el valor de los intangibles calculado. El modelo permite establecer análisis muy completos utilizando comparaciones y ratios, ya que, una vez conocidos el capital intangible y los beneficios de conocimiento, se pueden introducir en los cálculos de ratios tradicionales y componer nuevas ratios con las combinaciones de elementos posibles ampliamente enriquecidas.

3. CONCLUSIONES

El valor contable, como diferencia entre sus costes de adquisición y amortización acumulada, con la salvaguarda del valor venal, es mucho más fácil de determinar para los activos tangibles que para los intangibles, no se puede aplicar en ocasiones de forma directa a los activos intangibles, máxime cuando su valor aislado no puede ser determinado con fiabilidad y no faltan los casos en

⁴⁹ Estos cálculos están en línea con las ganancias a largo plazo estimadas por CAMPBELL, J.Y. y SHILLER, R.J. (1998), «Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook», *Journal of Portfolio Management*, n.º 24, págs. 11-26.

que carecen de valor venal. Estas dificultades de asignar valor directo a los intangibles obligan a vías indirectas de reconocimiento, como son por ejemplo la de su contribución a los resultados. El problema de fondo es que los sistemas de medición financieros se centran, muy influenciados por la legislación mercantil, en aproximar la solvencia empresarial, lo que hace que la mayor parte de las inversiones en intangibles se lleven a gastos, desapareciendo así del balance. La cuestión más relevante desde el punto de vista contable del tratamiento de los activos intangibles es la de si éstos deben ser activados, esto es, reconocidos por su valor como tales en el balance, con el consiguiente aumento en el valor de la empresa y las subsiguientes correcciones por pérdida de valor vía provisiones o amortizaciones, o bien, si deben llevarse directamente a resultados. Estas dos grandes alternativas existentes para contabilizar los gastos intangibles surgen porque se da un conflicto potencial entre el principios de prudencia y el principio de correlación de ingresos y gastos.

Los gastos intangibles se producen con vistas a aumentar el beneficio en un futuro, por lo que desde esta perspectiva lo más coherente sería su capitalización y amortización durante el período de su explotación comercial, ya que de acuerdo al principio de correlación de ingresos y gastos, el gasto se distribuye en función de los ingresos futuros. No obstante, dado que estas partidas suelen carecer de valor venal de forma aislada, ni suele existir control sobre el mismo, desde la perspectiva de la prudencia, se puede argumentar que lo mejor es sanear estas partidas lo más rápido posible, y llevarlos a resultados, tal y como en general hace la legislación mercantil española. El fondo de comercio es el exceso del precio de adquisición, sobre el valor razonable de los activos netos adquiridos por la empresa adquirente cuando se adquiere onerosamente una empresa como un conjunto y en alguna medida equivale al conjunto de bienes inmateriales de la empresa.

Las técnicas de valoración de intangibles son diversas. Desde las más sencillas como son la diferencia entre el valor de mercado y el contable es la medida más utilizada por su sencillez para calcular el valor máximo del capital intangible de una empresa. El problema es que este cálculo puede verse distorsionado entre otras circunstancias por hechos tales como la utilización del principio de adquisición en los valores del activo y las políticas discrecionales de provisiones y amortizaciones; efectos exógenos todos ellos cuya depuración y ajuste no siempre es posible de forma sencilla. Por ello, cuantificar los intangibles en las empresas se suele acudir a métodos indirectos basados en valorarlos a partir de su contribución a los beneficios, metodología que además tiene la ventaja de captar la valoración global de los intangibles que no tiene por qué coincidir con la de la mera agregación de los distintos elementos intangibles existentes en la misma. Estos métodos de diferencial de beneficios buscan fórmulas para valorar el diferencial de beneficio que se genera gracias a la utilización del activo intangible, comparándolo con el beneficio que se generaría en ausencia del mismo, y capitalizando esta diferencia de una forma u otra, que tenga en cuenta la naturaleza singular de estos elementos.

Así pues, nos encontramos con la necesidad, por un lado, de adaptar el registro contable de los intangibles a las NIC y, por el otro, de reconocer estos intangibles de forma global de una forma objetiva, entre otros fines, para su consideración en operaciones corporativas, utilizando para ello las técnicas comentadas.