

VALORACIÓN DE INTANGIBLES: LA ASIGNATURA PENDIENTE DE LA COMUNICACIÓN FINANCIERA

La aparición de la Nueva Economía ha revolucionado los parámetros necesarios para una correcta valoración de las empresas. Tras el pinchazo de la burbuja tecnológica y los recientes escándalos contables en Estados Unidos, que han terminado por minar la confianza de los inversores, han comenzado a surgir iniciativas por parte de organizaciones públicas y profesionales para intentar mejorar y ampliar la información disponible. Factores como la marca, las patentes, los costes de publicidad o los de investigación y desarrollo toman ahora protagonismo. Son los llamados intangibles, aún ocultos en la valoración de las empresas y cuya necesidad de incorporación al análisis como método de valoración de compañías complementario al tradicional, se hace hoy más necesario que nunca, a juzgar por las opiniones vertidas por el grupo de expertos reunidos en la Bolsa de Madrid para intercambiar puntos de vista sobre una cuestión tan actual.

Ana Perona,
Periodista

Los recientes acontecimientos vividos en los mercados de valores, con el boom y posterior pinchazo de la burbuja tecnológica, han revelado la importancia que están cobrando algunos aspectos en la valoración de las empresas, hasta ahora no incluidos en la contabilidad tradicional. Éstos son los intangibles (fuentes generadoras de beneficios futuros que no tienen sustancia física ni naturaleza monetaria), cuya necesidad de incorporación como método de análisis complementario fueron debatidos en la Bolsa de Madrid por un grupo de investigadores y expertos. También se discutió acerca de los importantes cambios que se avecinan en los criterios contables de cara a la próxima adaptación en la Unión Europea de las normas internacionales. A la mesa redonda asistió como invitado Manuel García-Ayuso, titular de la cátedra Carlos Cubillo de Conta-

bilidad y Auditoría (AECA) de la Universidad de Sevilla, y participaron los responsables de los principales departamentos de análisis de firmas miembros del mercado.

García-Ayuso, que ha colaborado en la elaboración del *Proyecto Meritum* financiado por la Unión Europea, explicó que la elevada volatilidad que ha sufrido el sector tecnológico se explica en buena medida en que en el pasado "han habido unas expectativas excesivamente optimistas" y las empresas "no han sido capaces de exponer con suficiente claridad sus planes de negocio". Un fenómeno que ha conducido a una excesiva valoración de algunas compañías en bolsa, muy superior a la real. Esta disparidad se explica en parte por el peso de los intangibles, que han adquirido un papel fundamental en los últimos años como fuente de creación de valor: marcas, patentes, costes de publicidad o de investigación y desarrollo, etcétera. García-Ayuso indicó que la bre-

cha que se ha producido entre el precio de mercado y el valor de los recursos propios en Estados Unidos pasó de 1,2 veces en 1997 a 6 veces en 2000. Tras el desplome de los mercados tecnológicos, esta diferencia se ha situado en 4,5 veces. Leonard Nakamura, colaborador de la Reserva Federal estadounidense, explica que el principal impulsor de la creación de valor de las empresas son en estos momentos los intangibles. Nakamura estima que la inversión privada en intangibles en Estados Unidos ronda anualmente el billón de dólares, con lo que el valor total agregado en la economía norteamericana está ya por encima de los seis trillones de dólares.

INSUFICIENTE COMUNICACIÓN

A juicio de García Ayuso, para que los estados contables reflejen una imagen más adecuada de cuál es la auténtica situación financiera de



“
A la empresa le resulta difícil traducir al analista cuál es la relación entre las inversiones intangibles y los beneficios futuros. No es capaz de comunicar sus planes de negocio
 ”



MANUEL GARCÍA AYUSO, Titular de la Cátedra Carlos Cubillo de Contabilidad y Auditoría (AECA) de la Universidad de Sevilla



“
Hay un problema de falta de indicadores en la Nueva Economía. Los organismos públicos deberían fijar unos estándares de información obligatoria
 ”



RUBÉN ARAGÓN,
 Socio Director de Delta Finance

> una empresa, es necesario que se abandone "el excesivo conservadurismo" y, por tanto, que los intangibles empiecen a ser recogidos por la contabilidad. El problema reside en gran parte en "la deficiente comunicación financiera que han facilitado las empresas sobre los intangibles". Una opinión que compartieron los analistas presentes en la mesa redonda, para la información que suministran las compañías es insuficiente para elaborar pronósticos. "En algunos casos hay un cierto deseo por mantener parte de la información oculta. Creo que es un problema estructural de relación entre la empresa y los analistas, no sólo de no saber valorar los intangibles", aseguró **Alejandro Inurrieta**, responsable de análisis de Intermoney. **Alberto Segurado**, socio director de corporate de Analistas Financieros Internacionales, afirmó que todavía hay importantes trabas para acceder a la información de las empresas, "muy celosas" a la hora de revelar ciertos aspectos internos. En opinión de **Pedro García Loygorri**, analista jefe del sector de tecnología e Internet de BBVA, esta comunicación sería "muy valiosa para los mercados". "Ocultarla es siempre perjudicial para la empresa. Tiene que producirse un cambio cultural, pero esto no sucede de la noche a la mañana", explicó.

Sin embargo, los recientes escándalos de contabilidad creativa ocurridos en Estados Unidos, como el caso Enron o WorldCom, han desatado la voz de alarma y abierto un periodo de reflexión sobre la necesidad de un cambio. De hecho, tanto organismos públicos y reguladores del mercado como asociaciones de analistas, han planteado ya las primeras iniciativas para mejorar la situación. Según García Loygorri, estos sucesos contribuirán a que dentro de un tiempo aumente el flujo de información entre las distintas partes, aunque de momento la primera consecuencia ha sido un mayor conservadurismo en las previsiones realizadas por los analistas.

CRITERIOS DE VALORACIÓN

Pero, ¿cuáles son los criterios de valoración de los intangibles? ¿qué requisitos deben cumplir para poder ser incluidos en los estados contables? Un primer obstáculo, según los expertos, es la falta de indicadores. Recuerdan que con el estallido de la burbuja tecnológica se encontraron ante unas empresas a las que no sabían que criterios de valoración aplicar. **Rubén Aragón**, analista de Delta Finance, dijo que cuando Terra Network salió al mercado el método de medición que se utili-

PUBLICIDAD DE BANCOVAL

Confianza, análisis y cultura del inversor

El sector de los analistas se encuentra en el punto de mira. El escándalo Enron y el comportamiento de algunos miembros de este colectivo, que continuaron recomendando la compañía tras saltar a la luz pública los problemas que atravesaba, han destapado los fuertes conflictos de interés existentes. Un grupo de analistas, conscientes de la pérdida de credibilidad que ha sufrido su trabajo en los últimos meses, aprovechó la mesa redonda celebrada en la Bolsa de Madrid para realizar una dura autocrítica y mostrar su preocupación ante la situación.

Alejandro Inurrieta reconoció que "siempre ha habido un déficit de formación serio en el sector", algo que afortunadamente está cambiando, y apuntó que uno de los problemas es la insuficiente relación entre analistas y empresas. "La importancia que se da al departamento de relaciones con el inversor es fundamental. Éste es un fiel indicador del interés que tiene la compañía por mostrarse hacia afuera", indicó. En opinión de Alicia Jiménez, directora del departamento de análisis y especialista en el sector tecnológico de Self Trade, las compañías españolas todavía tienen mucho trabajo por hacer en esta materia, sobre todo si se compara con Estados Unidos, donde la comunicación entre el departamento de relaciones con el inversor y la empresa es mucho más estrecha.

García-Ayuso destacó que ha quedado de manifiesto que existe una necesidad insatisfecha por parte de los inversores. Tras la época dorada que vivieron los mercados de valores con el boom tecnológico, se ha producido un perjuicio económico para los inversores, ocasionado en muchas ocasiones por unas recomendaciones excesivamente optimistas, y ahora no saben dónde colocar su dinero. "El inversor no confía ni en la información contable ni en los analistas ni en los auditores", explicó. Esto se ha reflejado en una canalización del ahorro

hacia el sector inmobiliario -el PIB español ha crecido un dos por ciento en 2002 y de este porcentaje un 1,8 por ciento procede la actividad en construcción-, lo que muestra la pérdida de atractivo que ha sufrido la inversión en activos financieros.

Los analistas asumen su parte de culpa. Recuerdan que una de las causas de las circunstancias actuales han sido hechos delictivos o faltos de ética. Prácticas de ocultación de información, uso fraudulento de la información contable, presión a los auditores o firmas de inversión... son algunos de los factores que han desencadenado la crisis del sector. "Se tiene miedo a que estalle un escándalo como Enron, al riesgo de default, no a Terra", dijo García Loygorri.

PROPUESTAS

Pero, ¿cómo es posible recuperar la credibilidad? Aunque no existen recetas mágicas, a juicio de García-Ayuso, es necesario en primer lugar demostrar que se está dispuesto a enmendar los errores cometidos. "La necesidad está ahí. La confianza va a regresar cuando el inversor compruebe que las iniciativas están avaladas por un deseo real de mejorar", añadió. Esta intención existe, según manifestaron los analistas presentes en la reunión, y ellos son los primeros interesados en que se encuentren soluciones lo más pronto posible. Irrueta apuntó como posibilidad de crear un ente independiente, similar a la SEC estadounidense, que recientemente ha fijado unos criterios muy estrictos en lo que serán a partir de ahora las pautas obligatorias que deben seguir los analistas al realizar sus pronósticos sobre un valor. "Éste puede ser el embrión de un cambio. Y no sólo del tipo de análisis, sino también de quien lo realiza", indicó.

Garantizar la independencia del análisis dentro de los bancos de inversión es otro de los pasos imprescindibles para conseguir recobrar



> zó fue el número de visitantes, el concepto de doble click...etcétera, ya que se trataba de una empresa sin historia ni flujos de caja. "Hay un problema de falta de indicadores en la Nueva Economía. Los organismos públicos deberían fijar unos estándares de información obligatorios", añadió. En este sentido, García-Ayuso apuntó que los indicadores más relevantes y útiles para el análisis son los específicos de cada sector o empresa, frente a los genéricos, y adelantó que se está intentando elaborar un catálogo que contenga aquellos indicadores que las compañías consideran claves.

La peculiar naturaleza de los intangibles es otro de los motivos que dificulta su conocimiento. García-Ayuso explicó que para que una empresa genere beneficios futuros basados en inversiones en intangibles es imprescindible que permita que en un primer momento los demás se beneficien de esta innovación, con lo que se corre el riesgo de que



ALEJANDRO INURRIETA, Responsable de Economía y Mercados de Intermoney Valores



ALICIA JIMÉNEZ, Directora del Dpto. de Análisis y Especialista del Sector Tecnológico de Self Trade



FRANCISCO VIYUELA, Analista de Renta Variable de Intermoney Valores

Pero existen otros muchos aspectos en lo que se puede mejorar, según los analistas. Hay que avanzar en la protección que deben recibir los inversores por parte de los organismos reguladores, sobre todo ante la aparición de determinadas prácticas de mercado dudosas. José Luis Sánchez apuntó también que sería aconsejable

la confianza de los mercados. Sin embargo, a juicio de García Loygorri, esta tarea le corresponde principalmente a las compañías y auditores.

Para José Luis Sánchez, la regeneración del mercado pasa por la puesta en marcha de una nueva regulación, que contribuya a reconducir la situación. Además, se planteó que uno de los principales retos de los analistas es la obligación de "educar a los inversores". En ocasiones, éstos se han visto deslumbrados por los niveles alcanzados por las bolsas a finales de los noventa y han ido más rápido de lo que su cultura financiera les permitía. "El inversor particular sigue teniendo una cultura financiera muy básica y lo que quiere es que ganar dinero rápido. Hay que educarle. Aunque es una labor ardua y muchas veces poco gratificante, hay que transmitir que la inversión en bolsa es a largo plazo", expuso Alicia Jiménez.

que uno de los principales participantes en el mercado, como son los fondos de inversión y de pensiones que mantienen posiciones muy elevadas en algunas compañías, tuvieran algún puesto en los consejos de administración, lo que les daría la oportunidad de conocer con más detalle la información de la compañía. Cuestiones como la excesiva presencia que han tenido los analistas en los medios de comunicación, sobre todo con la reciente proliferación de los medios online que ha obligado a elaborar pronósticos e informes con excesiva rapidez, y la pérdida de valor que ha sufrido el análisis, que en ocasiones se ha llegado a "regalar" al público, fueron otros de los temas debatidos en la reunión.

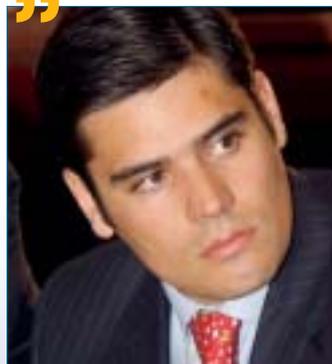
Los artífices de este cambio no deben ser sólo los analistas sino que la iniciativa debe partir también las empresas. "Existen suficientes intereses comunes entre ambos como para originar y guiar este cambio", explicó Francisco Viyuela, de Intermoney. □

se apropien de ésta. Por eso, "es fundamental que los sistemas legales aseguren los derechos de propiedad", con el fin de evitar que las compañías opten por no difundir la información o si lo hacen ésta sea superflua. Añadió que uno de los riesgos que conlleva la inversión en intangibles es "su elevado coste hundido, mientras que los costes adicionales son muy reducidos". Por ejemplo, las patentes. Su desarrollo requiere una inversión muy elevada, pero el coste de fabricación es muy reducido. Una manera de minimizar los riesgos son las alianzas, alternativa que se ha adoptado en algunos sectores como el farmacéutico, la biotecnología o las telecomunicaciones.

La dificultad en la valoración de los intangibles ha quedado de manifiesto en algunas operaciones empresariales recientes. American Airlines vendió en 1996 un 18% de las acciones de SABRE, filial que operaba el sistema de reservas electrónica, por 3.300 millo-

nes de dólares, con lo que obtuvo unas plusvalías espectaculares. La compañía aérea había invertido en SABRE la cantidad de 40 millones de dólares y el valor de mercado de American Airlines el día anterior a la venta ascendía a 6.500 millones de dólares. García-Ayuso explicó que "cuando la compañía decide liquidar su activo pone a la luz que el valor del resto del inmovilizado es prácticamente inexistente, lo que prueba que hay un elemento intangible que no estaba reconocido". Aun así, precisó que la diferencia entre el valor en libros de una compañía y su precio de mercado no se explica sólo en la importancia de los intangibles, ya que esto supondría que la valoración de la empresa es "perfecta". García-Ayuso aclaró que, por una parte, la contabilidad suele estar sesgada. Y, además, en los mercados financieros se producen anomalías que impiden que los precios sean un fiel reflejo del valor de las empresas. Entre éstas se encuentran los episodios de sobre-

“
En la comunicación empresarial tiene que producirse un cambio cultural, pero esto no sucede de la noche a la mañana
”



PEDRO GARCÍA LOYGORRI, Analista Jefe Sector Tecnología e Internet de BBVA

Una crítica excesiva al criterio de prudencia en la información suministrada en los estados contables, puede desencadenar mayor confusión y libertad para manipular los resultados



JOSÉ LUIS SANCHEZ, Presidente Comité Académico y Científico del Instituto Español de Analistas Financieros



CLAUDIO FERNÁNDEZ, Analista de Renta Variable de Mediación Bursátil



FELIPE MESÍA, Analista Sector Medios de Comunicación de Self Trade



JESÚS MARTÍN, Proyectos Valoración Intangibles de Intermoney Valores

acción o infravaloración de las cotizaciones ante la aparición de información contable; los factores estacionales; los efectos derivados del tamaño y la falta de liquidez en algunos valores, lo que genera fuertes volatilidades.

La apuesta que están realizando las compañías por la inversión en intangibles, como las marcas, es indiscutible. Un ejemplo es el caso de Ford. En 2000, la automovilística decidió repartir el excedente de 10.000 millones de dólares entre sus socios y al mismo tiempo llevar a cabo la adquisición de nuevas marcas (Jaguar, Land Rover, Aston Martin y Volvo), unas adquisiciones que no fueron acompañadas de activos materiales como equipos o instalaciones.

García-Ayuso mencionó que los intangibles deben cumplir una serie de requisitos para que puedan ser recogidos en los estados financieros de una empresa. Han de ser separables -que su coste pueda ser identificable en el momento de la compra y se puedan vender por separado del resto de los activos de la compañía- y existir un control sobre los beneficios futuros.

CAPITAL INTELECTUAL

Según se extrae de las conclusiones del *Proyecto Meritum*, el capital intelectual, que agrupa los recursos humanos de una empresa, está integrado por tres elementos: capital humano (conocimiento que el empleado se lleva cuando abandona la empresa), capital estructural (conocimientos que permanecen en la compañía al final de una jornada laboral) y capital relacional (conjunto de recursos ligados a las relaciones externas de la empresa con sus clientes). García Ayuso matizó que la existencia de un capital relacional es muy cuestionable: "Lo que no está sistematizado es estructural y el resto es capital humano".

PROBLEMAS

La experiencia demuestra que la incorrecta valoración de los intangibles ha ocasionado multitud de problemas en la época reciente. En muchas ocasiones, se ha producido la infravaloración de las compañías, al percibir el mercado un nivel de riesgo mayor que el real. La razón descansa, a juicio de García-Ayuso, en que "la empresa no transmite al analista cuál es la relación entre las inversiones intangibles y los beneficios futuros. No es capaz de despejar ciertas incertidumbres al no informar de sus planes de negocio". Esto genera incertidumbre y, como consecuencia, una elevada volatilidad, que dificulta el acceso de las empresas a la financiación en los mercados de capitales. También se han producido "asimetrías informativas". Muchos gestores no comunican sus inversiones en intangibles, tienen acceso a una información privilegiada que no comparten con auditores y analistas y el resultado ha sido que el que ha soportado las pérdidas ha sido el inversor.

La lista de efectos negativos no termina ahí. Con estas prácticas, se facilita la manipulación de los resultados; se dificultan los pronósticos de los analistas sobre beneficios; aumenta el riesgo de opas hostiles sobre aquellas compañías que están infravaloradas; se desencadenan litigios por parte de accionistas que reclaman la responsabilidad de los gerentes; y todo ello provoca que se pongan en tela de juicio la ética de gestores, auditores y analistas.

Lo que ha ocurrido en los últimos años en el sector tecnológico, insistió García-Ayuso, es que las empresas no han difundido suficientemente sus modelos de negocio, lo que ha provocado "errores costosos" de análisis. Se refirió a Terra, cuyo precio se disparó tras su salida a bolsa y ahora cotiza a un PER (relación entre precio y beneficio) negativo: "Creo que los intangibles de Terra siguen estando ahí y son los mismos". Pero para realizar una correcta valoración es fundamental "comprender la estrategia de la empresa, identificar cuáles son los portadores de valor y ser capaz de realizar proyecciones futuras basadas en el conocimiento del modelo del negocio de la empresa", algo que no ha ocurrido.

REACCIONES

Esta situación ya ha provocado la reacción por parte de diferentes organismos. La Securities Exchange Commission (SEC) estadounidense ha manifestado que sería aconsejable



NATALIA AGUIRRE, Directora del Departamento de Análisis de Renta 4



MIGUEL JIMÉNEZ, Analista Sector Tecnología de Renta 4

que un grupo de expertos elabore una guía de difusión que contenga las mejores prácticas con el fin de ayudar a las empresas que estén interesadas en difundir voluntariamente información complementaria. El FASB, el comité estadounidense de normas de contabilidad financiera, también se ha pronunciado al respecto, animando a las compañías a que informen cada vez más sobre los intangibles no reconocidos en los estados contables y que lo hagan con "un estilo diferente". En esta recomendación se da cabida incluso a los intangibles generados internamente. El comité internacional IASB, por su parte, ha señalado que la revisión de la normativa sobre intangibles debería acometerse de una manera amplia. Si esto no ocurre, advierte, la contabilidad se enfrenta a una seria pérdida de credibilidad, que será mayor cuanto más importantes sean los intangibles. Por último, la comisión de expertos que ha elaborado el Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España sugiere que se incentive a las empresas para que diseñen los sistemas de indicadores más significativos que reflejen los elementos intangibles que constituyen parte de su patrimonio y anima a su divulgación y estandarización.

Otras iniciativas en Europa han sido las llevadas a cabo por los organismos profesionales italianos y noruegos. En Italia se pide más información prospectiva y se anima a las empresas a que reflexionen acerca de su modelo de negocio y los elementos portadores de valor a largo plazo. También se incide en la posibilidad de utilizar criterios contables alternativos. La propuesta noruega señala a los consejos de administración como los responsables de impulsar y determinar qué tipo de in-

formación debe difundirse y de qué manera. Un impulso para estos cambios puede proceder de la adaptación de la normativa internacional por parte de la Unión Europea. Aquí se incluye la no obligación de amortización los fondos de comercio, una práctica que ya se realiza en Estados Unidos donde se realiza un test de deterioro anual. Esta modificación tendrá un impacto muy elevado en la valoración patrimonial de las empresas españolas.

FUTURO

El futuro, por tanto, depara una importante transformación de la regulación, que va a ser más dinámica. En este proceso, dijo García-Ayuso, "las empresas tienen que difundir información suficiente, mientras que los analistas deben demostrar que necesitan esta información y son capaces de utilizarla y comprenderla". Sin embargo, estas modificaciones levantan algunas suspicacias. José Luis Sánchez, secretario general del Instituto Español de Analistas Financieros, mostró su preocupación en la reunión acerca de que una crítica excesiva al criterio de prudencia pueda desencadenar en una mayor confusión y mayor libertad para manipular los resultados. Para Sánchez, introducir toda la información en los estados contables es un error, ya que parte de ésta puede reflejarse en "estados secundarios". ¿Quién va a ser el responsable de valorar esta información y cómo se va a hacer?, planteó Sánchez. García Ayuso admitió que, en un primer momento, la transición "va a convulsionar el mundo contable, pero a largo plazo las empresas lo van a preferir" y destacó sus efectos positivos, como la "mayor responsabilidad que tendrán que asumir los auditores". □

“
Existen importantes trabas para acceder a la información de las compañías, muy celosas a la hora de revelar ciertos aspectos internos
”



ALBERTO SEGURADO Socio Director de Corporate de AFI