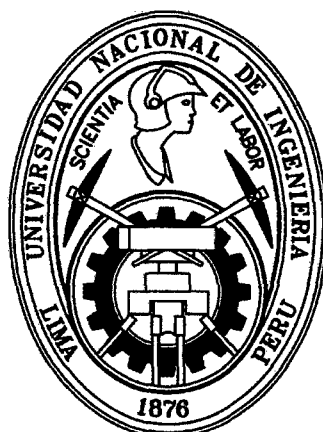


UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA
FACULTAD DE INGENIERÍA ECONÓMICA Y CIENCIAS SOCIALES



**“VALORIZACIÓN DE ACTIVOS INTANGIBLES:
EVALUACIÓN DE METODOLOGÍAS Y
PROPUESTA DE ALTERNATIVA
METODOLOGICA”**

POR MODALIDAD DE CURSO DE ACTUALIZACIÓN

**PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE INGENIERO
ECONOMÍSTA**

ELABORADO POR:

EDWAR ALEXIE SALAZAR VALLE

LIMA-PERÚ

2012

Digitalizado por:

**Consortio Digital del
Conocimiento MebLatam,
Hemisferio y Dalse**

INDICE DE CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN.....	4
1.1.	Antecedentes.....	4
1.2.	Formulación del Problema de Investigación.....	5
1.3.	Objetivos de Investigación.....	5
1.4.	Justificación y limitaciones.....	6
II.	MARCO TEÓRICO.....	7
2.1.	Definición de conceptos.....	7
2.2.	Perspectiva Contable-financiera.....	8
2.3.	Perspectiva Económica.....	10
2.3.1.	La Teoría de la firma.....	11
2.3.2.	La nueva economía institucionalista.....	11
2.4.	Razones para la valorización de activos intangibles.....	12
2.5.	Metodologías aplicadas en la valorización de intangibles.....	12
2.5.1.	Principales instituciones que regulan u orientan la metodología de valorización de intangibles.....	12
2.5.2.	Metodologías monetarias de valorización de activos Intangibles.....	14
2.5.2.1.	Métodos basados en costos.....	14
2.5.2.2.	Métodos basados en el mercado.....	14
2.5.2.3.	Métodos basados en los ingresos.....	15
2.5.3.	Metodologías no monetarias de valorización de activos Intangibles.....	18
2.5.4.	Otras clasificaciones metodológicas.....	19
2.6.	Proceso de Valorización de Activos Intangibles.....	23
2.6.1.	Fases del proceso.....	24
2.6.2.	Consideraciones en la valorización de intangibles.....	25
2.7.	El Costo de Oportunidad del capital y el modelo CAPM (Capital Asset pricing model).....	26
2.7.1.	Tasa libre de riesgo y la prima por riesgo de negocio.....	27
2.7.2.	Los parámetros del modelo CAPM.....	29
2.8.	Métodos y/o técnicas aplicadas en la valorización de una marca.....	30
III.	PLANTEAMIENTO DE ALTERNATIVA METODOLÓGICA.....	41
3.1.	Evaluación de metodologías más aplicadas en la valorización de activos intangibles.....	41
3.1.1.	Métodos basados en costos.....	41
3.1.2.	Métodos basados en el mercado.....	41
3.1.3.	Métodos basados en los ingresos.....	42
3.1.3.1.	Precio Premium (PP) o de ganancias incrementales.....	42
3.1.3.2.	Ahorro de Regalías.....	43
3.1.3.3.	Residual o de Exceso de ganancias.....	44
3.1.3.4.	Flujos de Caja Descontados (DCF) o de ganancias capitalizadas.....	44
3.1.3.5.	Real Options.....	45

3.2.	Elementos que generan cuestionamientos en el valor de un activo intangible	46
3.3.	Consideraciones sobre la alternativa metodológica.....	47
3.4.	Propuesta de la alternativa metodológica.....	49
3.5.	Componentes de la alternativa metodológica.....	50
3.6.	Análisis de contribución de valor y de riesgos de los activos intangibles...	51
3.6.1.	Análisis de contribución de valor de los activos intangibles.....	51
3.6.2.	Análisis de riesgo de los activos intangibles.....	56
3.7.	Evaluación de posibles Críticas a la alternativa metodología propuesta....	56
IV.	CONCLUSIONES.....	58
V.	INDICE BIBLIOGRAFICO.....	60

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro N°1:	Clasificación de los Activos Intangibles	10
Cuadro N°2:	Principales Instituciones que Regulan las Metodologías de Valorización de los Activos Intangibles	13
Cuadro N°3:	Resumen de las Metodologías de Valorización de los Activos Intangibles	17
Cuadro N°4:	Fases del Proceso de Valorización de los Activos Intangibles	25
Cuadro N°5:	Matriz de Evaluación de Prioridades	38
Cuadro N°6:	Composición por Tipo de Indicador del Modelo H.A.I.	40
Cuadro N°7:	Resumen de Evaluación de Metodologías de Valorización de Activos Intangibles	47
Cuadro N°8:	Matriz de Evaluación de Prioridades de los factores generadores de Valor (en pares).....	53
Cuadro N°9:	Matriz de Evaluación de Contribución de los Activos en cada Factor Generador de Valor	54
Cuadro N°10:	Matriz de Contribución de Funciones generadoras de Valor de la Empresa.....	55
ANEXO:	Matriz de Análisis Metodológico en el caso de la Valorización de una Marca	63

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N°1:	Balanced Scorecard –Cuadro de Mando Integral	18
Gráfico N°2:	Modelo Teórico de Contribución de Valor “H.A.I.”	39
Gráfico N°3:	Flujo de Proceso bajo el método “Formula Approach”	51
Gráfico N°4:	Flujo de Proceso bajo la Alternativa Metodológica	51
Gráfico N°5:	Flujo de Proceso propuesto para el Análisis de Contribución de Valor de Activos Intangibles	53

I. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

Con el desarrollo de las economías y la expansión de la globalización experimentados en los últimos años, las economías basadas en el conocimiento han cobrado una mayor importancia, por tener una igual o mayor capacidad de generación de ingresos, que aquellas economías basadas en la explotación de recursos naturales.

Asimismo, a nivel empresarial, es cada vez más relevante para las empresas los activos intangibles que los activos fijos tradicionales (inmuebles, maquinarias y equipos), ya que los primeros les proporcionan la diferenciación de sus productos o servicios, que le permite un crecimiento continuo y liderazgo en sus mercados.

A pesar de la importancia de los activos intangibles, su propio carácter intangible otorga limitaciones para la determinación de un valor de consenso, que carezca de cuestionamiento. Estudios como el de Pablo Fernández (2001) y la OECD (2006), han enfocado su investigación en el problema de la determinación del valor de los activos intangibles, sin otorgar una propuesta libre de cuestionamientos. Es por ello que el presente trabajo pretende abordar el problema de la determinación del valor de los activos intangibles y presentar una alternativa metodológica.

Pablo Fernández (2001) presenta una investigación cuyos objetivos son: 1) presentar las limitaciones de un número de métodos comúnmente aplicados para la valorización de marcas y capital intelectual; y 2) establecer lineamientos para la creación de valor mediante el estudio de marcas y capital intelectual, y proponer un esquema para la identificación de los determinantes “drivers” del valor de una marca.

Por su parte, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico – OECD (2006), establece una guía en términos generales para la valorización de activos intangibles, y su reporte, los cuales actualmente se encuentran en desarrollo para otorgar lineamientos más específicos.

Este trabajo monográfico realiza una investigación y discusión sobre las diversas metodologías aplicadas actualmente en la valorización de activos intangibles, partiendo de una revisión teórica de conceptos y las perspectivas contable, financiera y económica de los activos intangibles, así como de las diversas clasificaciones metodológicas investigadas y la descripción del proceso y consideraciones a tomar en cuenta en la valorización de los activos intangibles. Luego se realiza el planteamiento de una alternativa metodológica, tomando como base una evaluación de los aspectos positivos y negativos de las metodologías aplicadas, recogidos por diversos autores; para luego describir la alternativa metodológica en sus componentes, las partes del análisis que conlleva y la revisión de posibles críticas a la metodología planteada.

1.2. Formulación del Problema de Investigación

El problema de investigación central intenta responder a la pregunta si las actuales metodologías aplicadas a la valorización de un intangible, brindan resultados suficientemente aceptables y confiables en la determinación del valor de los activos intangibles.

El problema de investigación se centra en el aspecto metodológico de la determinación del valor de activos intangibles, que dado su propia condición de intangibilidad, otorga limitaciones para la determinación de un valor de consenso que carezca de cuestionamientos. Asimismo, el presente trabajo pretende abordar el problema de investigación mediante la evaluación de los aspectos positivos y negativos otorgados por las metodologías actualmente aplicadas en la valorización de activos intangibles, para luego presentar una suerte de alternativa metodológica al problema de investigación.

1.3. Objetivos de Investigación

El objetivo central de esta investigación es realizar la evaluación metodológica de los aportes y limitaciones de los métodos comúnmente aplicados en la valorización de activos intangibles, con la finalidad de concluir en una alternativa metodológica hacia la consecución de un valor más consistente y/o confiable.

Asimismo, entre los objetivos secundarios del trabajo de investigación se encuentran:

- a. Evaluar las diversas metodologías aplicadas en la valorización de activos intangibles.
- b. Mejorar el conocimiento y la confiabilidad de la metodología de valorización de activos intangibles.

1.4. Justificación y limitaciones

La utilidad que pretende brindar este trabajo monográfico radica en proporcionar una evaluación de las metodologías de valorización de activos intangibles, que permita proponer una alternativa metodológica que otorgue un valor de los activos intangibles más consistente, a fin de minimizar las controversias en el valor de los activos intangibles en operaciones de compra o venta de dichos activos.

Asimismo, la importancia de un análisis metodológico sobre la valorización de activos intangibles radica en lo siguiente:

- a. La relevancia de los activos intangibles se ha incrementado significativamente en la economía actual basada en el conocimiento. En efecto, es cada vez más frecuente que el valor de las empresas este explicado más por sus activos intangibles que por sus activos tangibles.
- b. La determinación del precio justo o "fair value" de los activos intangibles tiene una repercusión en los estados financieros de las empresas, particularmente en el reporte de ganancias de las empresas, y por ende, tiene implicancias de índole tributario.
- c. El proceso de valorización de un activo intangible incrementa la cantidad de información sobre dicho activo que la empresa puede utilizar como herramienta para destinar sus recursos eficientemente en la creación de valor.

II. MARCO TEÓRICO

2.1. Definición de conceptos

Para la determinación del valor de un activo intangible es necesario primero definir la naturaleza y las características de este tipo de activos. Al respecto, existen diferentes apreciaciones sobre los activos intangibles, dependiendo del campo de estudio: contabilidad, finanzas, economía y la administración. En este trabajo se desarrolla el marco conceptual desde la perspectiva contable-financiera y económica.

De acuerdo al IVSC (International Valuation Standards Council, 2009) los activos intangibles se definen de la siguiente manera:

- **Activo Intangible:** Es un activo no monetario que se manifiesta así mismo por sus propiedades económicas, que no tiene una sustancia física pero otorga derechos y privilegios a su propietario, y que usualmente genera ingresos.
- **Goodwill:** Es la cantidad residual luego de deducir el valor de los activos tangibles e intangibles identificables y activos monetarios, menos los pasivos y potenciales pasivos, del total del valor de una empresa.

Por otro lado, la Asociación Americana de Marketing otorga la siguiente definición de marca:

- **Marca:** Nombre, término, diseño, símbolo, o cualquier otra característica que identifica a buen vendedor de un producto o servicio de los de otros vendedores. La marca es, pues, un producto o servicio, cuyas dimensiones diferencian en algunos aspectos de otros productos o servicios diseñados para satisfacer la misma necesidad.

Existen otras definiciones de marca (Salinas, 2009) que incluyen elementos verbales, visuales y derechos de propiedad intelectual asociados, como nombres de dominio, derecho de diseño de producto, entre otros. Esta visión más holística de lo que es una marca, refleja la noción de una experiencia que trasciende y elementos visuales relativos. Otra visión de marca incluye a toda la unidad de negocio que opera bajo la marca (marca organizacional).

Los activos intangibles pueden ser identificables o no identificables, siendo identificable en cualquier de los siguientes casos:

- Sea separable, transferible, licenciable, arrendable o intercambiable.
- Proviene de derechos legales contractuales u otros, indistintamente si dichos derechos sean transferibles o separables de otros derechos u obligaciones.

Cabe indicar que los activos intangibles no identificables son generalmente asociados con el término "goodwill".

Asimismo, de acuerdo a la OECD (2006) para que un activo intangible se considere que tiene un valor económico, debería:

- Ser sujeto a identificación específica y una descripción reconocible
- Ser sujeto a existencia legal y protección, que debe ser incorporada dentro de una entidad más grande
- Ser sujeto a la propiedad privada y ser legalmente transferible
- Generar una cantidad cuantificable de beneficio económico
- Mejorar potencialmente el valor de otros activos con los que está asociado el intangible

2.2. Perspectiva Contable-financiera

Con el desarrollo de los mercados financieros y los riesgos asociados a los casos de fraude, la implementación de estándares para reportar los activos intangibles en los estados financieros ha cobrado mayor relevancia en los últimos años. El desarrollo de los principios contables generalmente aceptados (GAAP) representó un paso importante en proporcionar información confiable, verificable, objetiva, consistente y comparable. Sin embargo, el reconocimiento de los activos intangibles en los estados financieros sigue siendo un tema complejo. Uno de los principios en el cual se basa el GAAP es el conservatismo. Este se define como la diferencia en la verificabilidad requerida para reconocer las ganancias versus las pérdidas. En el extremo este principio requiere "anticipar ninguna ganancia pero anticipar toda pérdida" Watts (2003), quien resume el problema de la siguiente manera:

“FASB (Financial Accounting Standards Board) intenta prohibir el principio de conservatismo con la finalidad de lograr neutralidad de información, sin entender las razones por las que el conservatismo existe y prospera. La eliminación de conservatismo cambiará el comportamiento gerencial e impone costos significativos en los inversionistas y la economía en general. De forma similar, los investigadores y reguladores que proponen la inclusión de flujos de caja no verificables en los reportes financieros, deberían considerar el costo generado por esta propuesta en el comportamiento gerencial”.

Asimismo, los estándares más usados para los reportes financieros son los International Accounting Standards (IASs), que fueron elaborados por el Internacional Accounting Standards Board. El estándar IAS38 compete a los activos intangibles y fue incorporado en marzo del 2004. De acuerdo a ello, los activos intangibles pueden ser solo reconocidos si cumplen con los siguientes criterios:

1. Los activos deben ser identificables y controlables por la empresa
2. Que sea probable que los futuros beneficios económicos atribuidos a los activos sean flujos para la empresa, y
3. Que el costo de los activos sean calculables confiablemente.

En los Estados Unidos, FASB establece los estándares para la profesión contable. Los enunciados N°141 y 142 tratan el reconocimiento de los activos intangibles. Estos estándares clasifican los activos intangibles en cinco categorías:

Cuadro N°1: Clasificación de los Activos Intangibles

N°	Categorías de activos intangibles	Ejemplos Incluye
1	Relativos al Marketing	Marcas, nombres comerciales, Cabeceras de periódicos, nombre de dominio de internet, acuerdos de no competencia
2	Relativos al Consumidor	Lista de clientes, contratos con clientes, relación comercial con clientes, incluyendo los no contractuales
3	Relativos al Arte	Libros, revistas, periódicos, pinturas, fotografías, obras teatrales, películas, entre otros
4	Relativos a contratos	Acuerdos de licencia y regalías, de publicidad, construcción, servicios o abastecimiento, arrendamiento, franquicias, contratos laborales,
5	Relativos a la Tecnología	Tecnología patentada, software computacionales, tecnología no patentada, base de datos, fórmulas, procesos, recetas, entre otros

Fuente: Financial Accounting Standards Board (FASB)

Cabe señalar que a pesar de esta reciente reconocimiento de los activos intangibles en los Estados Financieros, existen grupos de intangibles que no son reconocidos por el GAAP.

2.3. Perspectiva Económica

En términos generales, la intangibilidad de los activos ha sido de poca consideración en la teoría económica. En efecto, en la literatura económica el término "capital" es más comúnmente mencionado que el término "activo". Asimismo, con el resurgimiento de la economía neoclásica el capital fue considerada como un commodity homogéneo, con énfasis en los activos físicos y en el valor del capital, sin darle importancia a su composición. Por otro lado, la teoría económica del capital humano, solo considerada este último en su relación con los aspectos relativos a la eficiencia operativa de la empresa y no en su repercusión en el valor de la empresa.

Si bien la literatura económica no resulta útil para la definición de los activos intangibles, si resulta importante para el análisis de los costos de transacción relacionados a estos activos.

Haciendo uso de la teoría económica de Kaleki para explorar las implicancias de la dinámica de las inversiones en los activos intangibles, la economista australina, Elizabeth Webster (1999), encuentra que altos niveles de activos intangibles tiene implicancias en la estructura de capital de las empresas, dado que el costo de deuda tiende a ser mayor cuando existe predominancia de activos intangibles para otorgar garantías. Esto trae como consecuencia que las empresas con altos niveles de intangibles busquen alternativas de financiamiento no convencionales. Asimismo, el trabajo de Webster es importante porque introduce el nexo entre los activos intangibles, la teoría de la firma y la macroeconomía.

Recientemente, en una investigación del Banco Mundial (2006) sobre las implicancias de la “Nueva Economía” en los factores de crecimiento en 120 economías a fin de reducir pobreza, los activos intangibles fueron reconocidos entre los factores del crecimiento económico:

“La riqueza estimada sugiere que la forma preponderante de riqueza alrededor el mundo es el capital intangible, el capital humano y la calidad de las instituciones formales e informales” (Banco Mundial, 2006).

2.3.1. La Teoría de la firma

De acuerdo al modelo de competencia perfecta, las empresas solo pueden obtener ganancias anormales en el corto plazo. Muchos economistas han investigado sobre la presencia de ganancias anormales en las empresas en periodos largos. Factores como los niveles de inversión en investigación y desarrollo, el capital o la organización de la empresa, han sido estudiados en sus implicancias en las ganancias de las empresas, sin embargo no se han obtenido resultados concluyentes, ni ayudan a resolver el problema de la determinación del valor de los activos intangibles (Brian Cohen, 2009).

2.3.2. La nueva economía institucionalista

La nueva economía institucionalista sostiene que los costos transaccionales y los arreglos institucionales juegan un rol importante en los resultados económicos del sistema económico (Williamson Oliver, 1987).

A pesar que la mayoría de los activos intangibles son transferidos infrecuentemente y que su valor solo puede ser determinado en estructuras específicas de las empresas, esta escuela tiene relevancia en el análisis de los activos intangibles.

2.4. Razones para la valorización de activos intangibles

Entre las principales razones para la valorización de activos intangibles se encuentran:

- Gerencia de la empresa.- La gerencia de la empresa necesita medir el rendimiento de cada aspecto del negocio. Actividades como la inversión en formular estrategias, por ejemplo, necesitan de la medición de los beneficios o costos de los activos intangibles para tomar decisiones gerenciales óptimas.
- Fusiones y Adquisiciones.- El valor de los activos intangibles debe ser tomado en cuenta en situaciones de compra o venta de un negocio total o parcialmente.
- Reporte a los stakeholders.- La adquisición o desarrollo interno de activos intangibles productivos para la empresa, debe ser reportado de una manera transparente y confiable.

2.5. Metodologías aplicadas en la valorización de intangibles

La valorización de los activos intangibles representa uno de los temas más controversiales desde la perspectiva teórica teniendo en cuenta que no existe una metodología universalmente aceptada para la valorización de activos intangibles, y en donde la técnica aplicada depende, entre otros, de la razón por la que es requerida la valorización y la experiencia del evaluador. Asimismo, muchos de los métodos aplicados son basados en información prospectiva, por lo que es necesario utilizar una serie de supuestos que por lo general no arrojan un valor exacto.

2.5.1. Principales instituciones que regulan u orientan la metodología de valorización de intangibles

Las principales instituciones que regulan u orientan la metodología de valorización de los activos intangibles con su respectiva orientación o perspectiva, se presenta a continuación:

Cuadro N°2: Principales Instituciones que Regulan las Metodologías de Valorización de los Activos Intangibles

Institución	Función	Perspectiva
IVSB- International Valuation Standards Board	Establece guías para la aplicación de los principios fundamentales de valorización para un tipo de activo específico	El uso de más de un método para incrementar la confiabilidad "cross-checks"
IFRS - International Financial Reporting Standard	Establece las normas para el reporte de intangibles en los Estados Financieros a nivel internacional	Registro contable-financiero de los activos intangibles
IRS –Internal Revenue Service U.S. government agency	Fiscaliza el valor de los activos intangibles en los Estados Unidos de Norteamérica	Preferencia por la determinación del valor justo de mercado (fair value market)
OECD - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	Establece una guía con consideraciones para la determinación del valor de activos intangibles en transferencias entre empresas vinculadas	Preferencia por método comparativo de mercado "principio de libre competencia"

Fuente: Elaboración propia

Cabe indicar que actualmente existe controversia metodológica en la determinación del valor del activo intangible. Así por ejemplo, las guías de precios de transferencia para empresas multinacionales (OECD,2010) -que establece la metodología para determinar el valor de mercado de las transacciones entre compañías que pertenecen a un mismo grupo empresarial-, se encuentran en revisión del capítulo VI sobre el valor de los activos intangibles, con el fin de encontrar un marco metodológico que minimice las controversias entre los diversos métodos de valorización de las transacciones de activos intangibles.

Las metodologías de valorización de activos intangibles se pueden clasificar en: a) metodologías monetarias; b) metodologías no monetarias.

2.5.2. Metodologías monetarias de valorización de activos Intangibles

De acuerdo al International Valuation Standards (2007)¹ los métodos de valorización de activos intangibles se clasifican de la siguiente manera:

2.5.2.1. Métodos basados en costos

Mediante esta aproximación el valor de los activos intangibles se determina en función a los costos que se incurrían al recrear o reemplazar el activo. Bajo esta aproximación existen dos alternativas metodológicas:

1) Costos históricos de creación:

Se estima el valor del activo intangible en base a la suma de los costos incurridos en su desarrollo durante el tiempo que ha sido desarrollado.

2) Costo de Reemplazo:

El costo de reemplazo es el valor monetario de los gastos e inversión necesario para reemplazar el activo intangible por otro similar con las mismas características.

2.5.2.2. Métodos basados en el mercado

Mediante esta aproximación el valor de los activos intangibles se determina en función al valor de activos comparables en el mercado. Un número de elementos son requeridos para que estos métodos funciones adecuadamente (Gream, 2004):

- a. Mercado activo: un mercado suficiente de transferencias de activos similares realizados entre partes independientes.
- b. Mercado público: El mercado debe contener información pública disponible en un nivel suficiente que permita examinar las características de los activos comparados, lo cual en muchos casos no es posible debido a motivos de confidencialidad y competitividad.
- c. Ajustes por comparabilidad: Frecuentemente existen diferencias con los activos que se pueden considerar comparables, por lo que se requiere de la aplicación de ajustes para realizar la comparación, lo

¹ Sección 9 de "Los Conceptos fundamentales a los Principios de Valorización generalmente aceptados".

cual resulta un ejercicio dificultoso en activos con características singulares como tienen la mayoría de activos intangibles.

- d. Ajustes por tiempo: Las transferencias de activos comparables pueden haber ocurrido en periodos diferentes, por lo que requieren ser ajustados por cambios ocurridos durante el periodo de diferencia.

Asimismo, en la aplicación de los métodos basados en el mercado se pueden identificar los siguientes pasos:

- Obtención de la data de transacciones comparables de fuentes confiables
- Verificación y aplicación de ajustes de comparabilidad a las circunstancias particulares de la valorización
- Definición de las unidades discretas de comparación
- Obtención de resultados (valor unitario o rango de valores)

2.5.2.3. Métodos basados en los ingresos

Mediante esta aproximación el valor de los activos intangibles se determina en función al valor presente de los ingresos futuros generados por el activo intangible sobre su vida útil. Estos métodos buscan medir la capacidad de generación de ingresos del activo intangible. El valor es expresado en función al valor presente neto (VPN) en base a los siguientes pasos:

- a) Análisis del comportamiento de los beneficios económicos generados por el activo intangible
- b) Determinación de la vida útil del activo intangible
- c) Ajustes aplicados por los riesgos asociados con la obtención de los beneficios

Entre los métodos aplicados basados en los ingresos se encuentran:

- 1) Precio Premium (PP) o de ganancias incrementales: Este método estima el valor de los ingresos adicionales generados al comparar las ventas del activo con marca versus las ventas de un activo genérico o de su

competencia relevante. Para eliminar la influencia de posibles activos intangibles en los precios del producto genérico de la competencia relevante, se puede calcular a nivel de la utilidad bruta u operativa.

- 2) Ahorro de Regalías: Este método estima el valor del activo intangible en función al ahorro en el pago de regalías que la empresa asumiría de no tener el activo intangible. Bajo esta metodología se realizan los siguientes pasos:
 - a) Estimación de los ingresos o beneficios económicos generados por el activo intangible
 - b) Determinación de la tasa de regalía razonable aplicado en transferencia(s) de un activo similar entre partes independientes en el mercado.
 - c) Multiplicación de la tasa de regalía recogida y la proyección de los ingresos atribuidos al activo intangible, lo que determina el valor del ahorro por regalías.
 - d) Aplicación de las tasas de impuestos que correspondan a los ingresos generados por el activo intangible.
 - e) Estimación de la tasa de crecimiento, la vida útil y la tasa de descuento aplicables a los ahorros de regalías proyectados.
 - f) Descuento o capitalización de los ahorros de regalías proyectados.

- 3) Método Residual o de exceso de ganancias: Este método requiere un entendimiento del rol de los activos intangibles en la generación de los ingresos de la empresa y asume que el diferencial de ganancias generadas respecto de los activos tangibles, son atribuidos a los activos intangibles.

- 4) Flujos de Caja Descontados (DCF) o de Ganancias Capitalizadas: Este método permite cuantificar los valores y tasas de retorno de los activos de una empresa y pretende medir el valor presente del activo intangible sobre la base de una proyección de ingresos y egresos asociados al activo intangible.

- 5) Método de Real Options (ROM): Este método representa la generación después del método DCF y se encuentran enfocados en considerar una

variedad de condiciones que impacten sobre el valor del activo intangible, representado por múltiples escenarios y las probabilidades de ocurrencia.

Una valoración mediante “Real Options” incluye la determinación de un valor base más un valor adicional (opción) asociado a la volatilidad. Asimismo, bajo esta metodología se consideran las siguientes variables:

- Tasa libre de riesgo (Rf)
- Volatilidad implícita del activo analizado (σ^2)
- Precio actual de la “opción” (E)
- Valor actual del activo analizado (S)
- Tiempo de expiración (t)

El valor actual del activo se estima en función al flujo de caja derivado del contrato de licencia del activo y el precio actual de la “opción” esta dado por el costo de desarrollo del activo intangible.

Cuadro N°3: Resumen de las Metodologías de Valorización de los Activos Intangibles

Aproximaciones en la valorización de intangibles	Descripción	Métodos
Aproximación en base a costos	Esta aproximación el valor del activo intangible en función a los costos de históricos de creación o reemplazo	a) Método de Costos históricos de creación b) Método de Costo de Reemplazo
Aproximación en base al mercado	Esta aproximación asume que el valor justo de un activo refleja el precio que activos comparables han sido adquiridos en transacciones bajo circunstancias similares.	a) Método de comparación con activos idénticos. b) Método en base a múltiples
Aproximación en base a la capitalización de ingresos	Esta aproximación se basa en la premisa que el valor del activo intangible es el valor presente de la generación futura de ingresos que el activo puede generar sobre su vida útil.	a) Método de precio Premium o de ganancias incrementales b) Método de ahorro de regalías (royalties) c) Método Residual o de exceso de ganancias d) Método de Flujos de caja descontados e) Método de Real Options

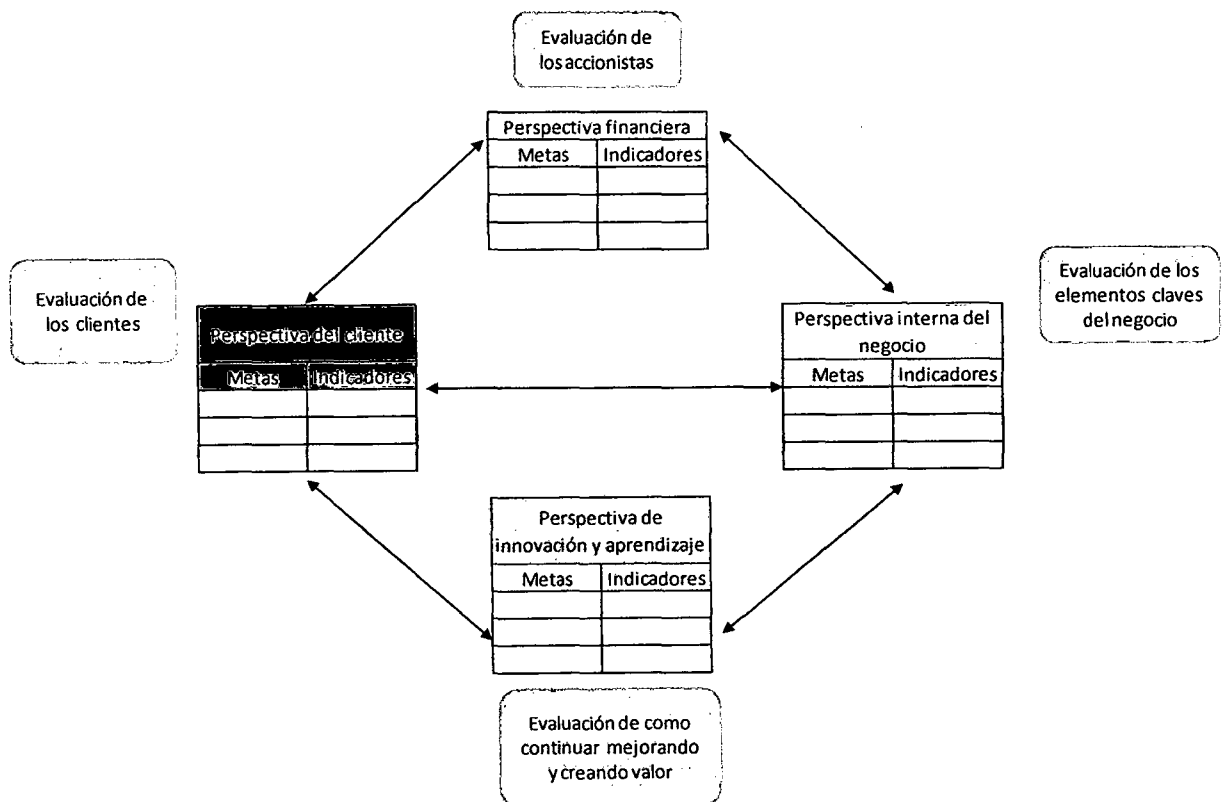
Fuente: elaboración propia

2.5.3. Metodologías no monetarias de valorización de activos Intangibles

Existen metodologías de valorización de activos intangibles que se encuentran orientadas desde una perspectiva del gerenciamiento del activo intangible, y por lo tanto, no se basan en una perspectiva monetaria sino en los factores que son importantes para el éxito futuro de la empresa. Es el caso del método “balanced scorecards” (Kaplan & Norton, 1996). Esta metodología se basa en un entendimiento integral de la generación de valor en una empresa, tomando en cuenta las siguientes perspectivas:

- Perspectiva financiera
- Perspectiva de clientes
- Proceso interno del negocio
- Perspectiva del aprendizaje y crecimiento

Gráfico N°1: Balanced Scorecard –Cuadro de Mando Integral



Por lo tanto, desde esta perspectiva metodológica se desprende la importancia de la evaluación del capital intelectual (competencias, know how, procesos, etc.) disponible dentro de una compañía para evaluar su rendimiento.

Otras metodologías aplicadas a la valorización de activos intangibles como una marca se enfocan en estudios psicológicos y de marketing con el fin de medir el nivel de compromiso existente entre una marca comercial y sus consumidores.

En el caso particular de la firma Young & Rubicam utiliza un indicador llamado valuador del activo marca (BAV), basado en la vitalidad y estatura de la marca, que a su vez están relacionados con la relevancia, diferenciación, estima y familiaridad que los consumidores tienen con una marca comercial. Otros tipos de metodologías en esta misma línea conducen entrevistas telefónicas a los clientes para calificar los diferentes aspectos de una marca comercial. Sin embargo, este tipo de metodologías otorgan una evaluación del tipo cualitativa de la marca.

2.5.4. Otras clasificaciones metodológicas

De acuerdo a la OECD, entre los métodos fundamentales utilizados para valorar activos intangibles, se encuentran:

- 1) Métodos basados en el mercado.- Estos métodos descansan en la identificación de activos intangibles similares vendidos bajo condiciones similares. Este método requiere la existencia de un mercado activo de activos intangibles comparables.

Los intangibles utilizados como comparables deben:

- Ser utilizados en similares productos o procesos en la misma industria o mercado
- Tener una rentabilidad potencial similar, calculable en base al valor presente neto, incluyendo las inversiones, gastos pre operativos y riesgos asumidos.
- Tener términos similares, incluyendo, derechos de explotación, exclusividad, limitaciones geográficas, duración, funciones o servicios a ser realizadas
- Tener el mismo grado de desarrollo y poseer un grado similar de unicidad.

- 2) Métodos basados en costos.- Que implica el costo de reproducir o reemplazo, utilizando costos históricos o de reproducción. Este método

tiene dificultades relacionados a la obsolescencia económica o el ingreso potencial futuro.

- 3) Métodos basados en ingresos.- Están enfocados en la capacidad del intangible de producir ingresos. El valor del intangible se estima por lo general en función al valor presente del beneficio económico neto que generará a lo largo de su vida útil, utilizando el método de flujo de caja descontado (DCF). Estos métodos se basan en estimaciones de los futuros ingresos y los riesgos asociados.

Esta aproximación toma en cuenta lo siguiente:

- La capacidad de generación de ingresos y pronosticar los flujos futuros de ingresos
- La esperada vida útil restante del intangible, el tiempo que se espera continúe el beneficio económico, lo cual puede depender del ciclo de vida del producto
- El riesgo asociado con los beneficios anticipados recibidos, que puede ser medido en base a la tasa de descuento que refleje el costo de oportunidad del capital, la inflación, liquidez, interés real, riesgo premium, entre otros.

- 4) Métodos de Monte Carlo.- Similar a los métodos de flujo de caja descontado, excepto que se basan en análisis de probabilidades de rangos estimados para producir predicción estadística de un valor esperado.

- 5) Métodos de opciones.- Aplicado a intangibles de largo plazo y con mayor riesgo, cuando los gastos iniciales son significativos y los retornos se proyectan a largo plazo.

Por otro lado, Luthy (1998) y Sveiby (1997) utilizan la siguiente clasificación para discutir los métodos de valorización de activos intangibles:

- a) Métodos de capitalización de mercado:

Estos métodos miden el valor del intangible como la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa. El modelo mejor conocido en este aspecto es la "q" de Tobin, -definido como el ratio del valor de mercado de los activos de la compañía respecto a su costo de reemplazo-, y se utiliza como un indicador del nivel activos intangibles de las empresas.

Al respecto, en un estudio reciente Villalonga (2004), usando la "q" de Tobin mide el grado en que los activos de las empresas están compuestos de activos intangibles, y encuentra que el nivel activos intangibles son responsables de sostener la ventaja competitiva de las empresas.

Sin embargo, los estudios que usan la "q" de Tobin como indicador del valor de los activos intangibles, pueden estimar el valor de todos los activos intangibles de la empresa, pero no el valor de activos intangibles individualmente. Asimismo, el modelo es susceptible a cambios en los factores que afectan el valor de mercado de la empresa, entre otros (Brian Cohen, 2009).

b) Métodos de retorno sobre activos:

Estos métodos calculan la diferencia entre el ratio de retorno de los activos empleados por una empresa y el ratio promedio de empresas similares (misma industria). La diferencia de retornos es luego utilizado para calcular el ingreso neto por encima del promedio de la empresa, el cual es descontado para estimar el valor de los activos intangibles de la empresa. Existen diversas variaciones de este método.

Sin embargo, la complejidad inherente a las múltiples categorías de activos intangibles hace que el uso de este ratio sea cuestionado en algunos casos. Coombs y Bierly (2006) hallan que la variedad de prácticas contables en la determinación del rendimiento de una empresa, no permite una medida real de la capacidad tecnológica o de rendimiento de las empresas.

Otros desarrollos bajo esta metodología, como el EVA (Valor agregado económico) (Stewart 1999, Stern 2001) no se encuentran libres de cuestionamientos.

Recientemente, Brian Cohen (2009), a través del uso de un modelo hedónico, explora la tesis de que los activos intangibles tienen un efecto sobre el rendimiento de las empresas, efecto que puede ser cuantificable. En este aspecto, uno de los ratios frecuentemente considerado es el retorno sobre patrimonio (ROE), pues es una medida de la eficiencia de la empresa en generar ganancias con el capital de los accionistas. Esta metodología está relacionada generalmente con el análisis de ratios Dupont. Sin embargo,

existen factores externos a los activos intangibles que pueden afectar el ROE y sus componentes. Asimismo, existe la posibilidad que los ratios sean distorsionados por la gerencia para beneficio propio y no de los accionistas (problema agente-principal).

c) Métodos de capital intelectual directo:

Estos métodos se basan en la separación de los activos intangibles de la empresa en sus componentes. Estos métodos resultan más útil cuando la empresa tiene un solo activo intangible importante o un grupo de activos intangibles relacionados (nombre de marca, derechos musicales, registros farmacéuticos).

Así por ejemplo, para el caso de una marca, su valor se basa en su influencia en la preferencia de los consumidores y se mide en función a los ingresos que genera en el producto o servicio con respecto a los ingresos generados por productos o servicios similares sin marca (Ailawadi y Keller, 2004).

Recientes estudios evalúan el valor de la marca en función a sus efectos en el rendimiento financiero de la empresa, sin embargo han sido criticados (Fernandez, 2001).

Otros economistas como Damodaran (2006) resaltan el uso de modelos genéricos en la valorización de marcas, los mismos que están basados en flujos de caja generados por los activos intangibles.

“Nosotros empezamos buscando activos intangibles que se valen por sí mismo y generan flujos de caja, como: patentes desarrollados, derechos de propiedad y licencias y sostiene que los modelos de flujos de caja descontados convencionales hacen un trabajo adecuado en su valorización. Nosotros buscamos activos intangibles como nombres de marca y reputación corporativa que genere flujos de caja colectivamente para los negocios propietarios de la misma, pero son más difíciles de aislar y valorar independientemente. Sin embargo, nosotros argumentaremos que los modelos de valorización de flujos de caja descontados pueden capturar sus valores y agregar un valor Premium por ellos, luego puede resultar en una doble contabilidad” (Damodaran, 2006).

Si bien este tipo de métodos son preferibles teóricamente, la necesidad de identificar flujos de caja y riesgos relevantes, lo hace poco atractivo para la gerencia de las empresas (Brian Cohen, 2009). Asimismo, existen muchos estudios de activos intangibles para industrias específicas, sin embargo, los resultados no son generabilizables para empresas fuera de dicho sector, y por lo tanto, no ayudan al desarrollo de un modelo teórico.

2.6. Proceso de Valorización de Activos Intangibles

De acuerdo a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico-OECD (2006), para completar exitosamente un proceso de valorización de un activo intangible se requiere una buena planificación, la identificación de los factores críticos, y el análisis y documentación de la información específica y relevante.

En el desarrollo de la valorización se inicia con la identificación y análisis de lo que constituye el activo intangible, lo que implica especificar sus parámetros físicos, funcionales, técnicos, económicos, geográficos, u otra información relevante que permitan una completa identificación.

La información relevante referida al activo intangible que es valuado, incluye lo siguiente:

- El costo, fecha y forma de adquisición
- La fecha de valorización
- Valuaciones adicionales realizadas, incluyendo las fechas de realización.
- Información sobre acuerdos relacionados al uso, venta u otro tipo de disposición del activo intangible
- Panorama económico del mercado en general y el panorama de la propiedad específica en particular
- Si el activo intangible ha sido transferido o desarrollado por entidades controladas
- Otros factores que se consideren relevantes

Asimismo, en el análisis se deben considerar todos los posibles factores que pueden afectar el valor del activo intangible, tales como:

- Un análisis profundo de todos los derechos y riesgos de propiedad

- Condiciones del mercado cercana a la fecha de la valorización
- La demanda en el mercado por el activo intangible en el corto y largo plazo
- Efectos de las restricciones y contractuales
- Evaluar si el activo intangible requiere de desarrollos adicionales y el periodo requerido para que pueda estar en el mercado

El análisis incluye además a las transacciones relevantes alrededor de activo intangible y los diferentes riesgos asumidos por el propietario o el adquirente.

Los riesgos que se requieren ser evaluados, incluyen:

- Riesgos en R&D, por un posible éxito o fracaso de las actividades de investigación
- Riesgos manufacturabilidad, que implica producir a un costo efectivo y consistente
- Riesgos de marketing, por fluctuación de costos, demanda y precios; riesgos de competencia por respuesta de competidores o el ingreso de nuevos productos
- Riesgos asociados con la regulación del gobierno
- Otros riesgos legales como actividades legales requeridas para asegurar la exclusividad del producto o procesos.

La aproximación y el método específico utilizado en la valorización -como los basados en el mercado, costos e ingresos-, deben ser los más apropiados para reflejar el valor del activo intangible. Asimismo, se debe analizar en detalle las razones que explican el uso de dicho(s) método(s), así como documentar porque los otros métodos no fueron elegidos; además de evaluar la sensibilidad de los métodos aplicados a los supuestos y los parámetros usados, incluyendo la sensibilidad a las proyecciones, ratios de descuento y su vida útil (OECD,2006).

2.6.1. Fases del proceso

Si bien existe cierta diversidad en las metodologías para la valorización de activos intangibles, se pueden identificar las siguientes fases comunes en el proceso de valorización de los activos intangibles:

Cuadro N°4: Fases del Proceso de Valorización de los Activos Intangibles

Nº	Fase	Actividades
1	Investigación de Antecedentes	Panorama: Análisis de la industria, mercado, países de operación
		Compañía: Operaciones, clientes, proveedores, financiamiento
		Información del cliente: Proyecciones, documentación interna y legal
		Transacciones comparables
2	Identificación del Activo Intangible	Razones de la operación: adquisición, fusión, reestructuración, etc.
		Disponibilidad de documentación: reportes de due diligence, acuerdos de compra de acciones, entre otros
		Entendimiento de los factores que explican el valor del activo "key value drivers"
		Entendimiento de los criterios para el reconocimiento
3	Selección de la metodología de valorización	Guías de valorización (IFRS, IAS, OECD)
		Entendimiento del negocio, "key value drivers", Información disponible
		Práctica comercial
		Experiencia de valorización
		Alternativa metodológica disponible
4	Análisis de valorización	Integración de información financiera y del mercado
		Determinación de supuestos claves: vida útil del activo, tasa de descuento, entre otros
		Aplicación de la metodología seleccionada
		Análisis de sensibilidad en la proyección
		Reporte / presentación

Fuente: Deloitte

2.6.2. Consideraciones en la valorización de intangibles

Entre las principales consideraciones que se toman en cuenta en la valorización de activos intangibles se encuentran:

- a. La determinación del método apropiado de valorización depende generalmente del entendimiento de la naturaleza del mercado para el activo intangible objetivo y la disponibilidad de información confiable.

- b. En la ausencia de un mercado activo de activos intangibles idénticos, muchos activos intangibles son valuados usando el método de capitalización de ingresos.
- c. Es posible considerar más de una aproximación “cross-checks” y dentro de cada aproximación puede existir diferentes métodos disponibles.

Asimismo, es particularmente relevante conocer “para quien” y “para que propósito” el valor del activo intangible está siendo determinado, ya que podrían existir diferencias en el valor relativo del activo intangible según la forma de explotación que den las empresas.

Finalmente, es fundamental que el evaluador en la conclusión de la valorización defina el alcance del trabajo, lo que implica la identificación de los siguientes aspectos:

- Propiedad a ser valuada
- Intereses detrás del activo a ser valuado
- Fecha efectiva de la valorización
- Propósito de la valorización
- Uso de la valorización
- La declaración del valor
- Estándares y definición del valor
- Supuestos realizados, condiciones limitantes, restricciones
- Acuerdos y otros factores que pueden afectar el valor y
- Fuentes de información.

A continuación se revisarán el modelo financiero CAPM (Capital Asset pricing model) con la finalidad de recoger algunos conceptos que van a resultar útiles en la aplicación de la alternativa metodología para la determinación del valor de los activos intangibles.

2.7. El Costo de Oportunidad del capital y el modelo CAPM (Capital Asset pricing model)

El modelo del Capital Asset Pricing Model (CAPM) constituye un aporte importante como modelo teórico explicativo del comportamiento de los activos financieros con riesgo en función al comportamiento del mercado.

El modelo CAPM nos permite determinar el rendimiento esperado promedio de un inversionista en el mediano o largo plazo, siendo sus parámetros que la componen estables en el tiempo.

Así la determinación de la rentabilidad de un activo de una empresa mediante este modelo está dada por la relación entre la tasa libre de riesgo y la prima por riesgo negocio.

$$K_E = r + P_N$$

Donde:

K_E = retorno esperado del activo

r = tasa libre de riesgo

P_N = premio por riesgo de negocio

2.7.1. Tasa libre de riesgo y la prima por riesgo de negocio

El riesgo de un activo en el modelo CAPM está asociado a su desviación estándar, calculado en base a la dispersión existente entre los retornos por periodo y el retorno esperado de un activo.

La desviación estándar está definida como la raíz cuadrada de la varianza, que representa la media aritmética de las desviaciones con respecto a la media, elevado al cuadrado. La desviación estándar poblacional esta expresada de la siguiente manera:

$$\sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \mu)^2}{N}}$$

Donde:

N = número de periodos

X_i = retorno del activo en el periodo "i"

μ = retorno esperado del activo

Otro indicador estadístico asociado al riesgo de un activo, es el coeficiente de variación, que expresa la desviación estándar como porcentaje de la media aritmética, y es útil para comparar los riesgos relativos de los activos

con diferentes retornos esperados, de tal manera que a mayor es el coeficiente de variación, mayor es el riesgo.

Se calcula:

$$C_v = \frac{\sigma}{\mu}$$

Sin embargo, dado que por lo general un inversionista maneja un portafolio de activos, el modelo CAPM introduce el concepto "β" (beta). El "β" muestra la sensibilidad de la retorno de un activo, con respecto a la retorno del mercado y es introducido al modelo CAPM para medir el concepto del riesgo dentro del retorno esperado, dejando de lado la desviación estándar.

El valor de "β" esta dado por la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Donde:

- $\text{Cov}(r, R_m)$ = Covarianza del retorno del activo con respecto al retorno del Mercado
- $\sigma^2(R_m)$ = es la varianza del retorno de Mercado

Asimismo, la covarianza está dada por la siguiente fórmula:

$$\text{Cov}(r, R_m) = P_{i,m} * \sigma_i * \sigma_m$$

Donde:

- $P_{i,m}$ = Índice de correlación entre el activo "i" y el índice del mercado
- σ_i = Desviación estándar del activo "i"
- σ_m = Desviación estándar del índice del mercado

Asimismo el "β" representa un valor alrededor de uno:

- Si el "β" > 1, el activo es más riesgoso que el mercado, es decir su precio tiene una mayor volatilidad que el mercado

- Si el " β " = 1, el activo es igual de riesgoso que el mercado, es decir su precio igual de volátil que el mercado
- Si el $0 < \beta < 1$, el activo es menos riesgoso que el mercado, es decir su precio es menos volátil que el mercado

2.7.2. Los parámetros del modelo CAPM

El modelo CAPM expresa cuantitativamente la relación directa entre el retorno esperado de un inversionista y el riesgo asociado al activo mediante la siguiente fórmula.

$$K = r_f + \beta \times (R_M - R_f)$$

Donde:

r_f = tasa libre de riesgo

β = es el índice de riesgo individual de un activo

R_M = retorno de mercado

$(R_M - R_f)$ = prima de riesgo de mercado

a. La tasa libre de riesgo (r_f)

La tasa libre de riesgo es aquella que otorga a un inversionista un retorno de un activo respaldado por una entidad de reconocida garantía. La elección de la tasa libre de riesgo sugiere que la economía utilizada como referencia debe ser estable y tener un mercado de capitales desarrollado. Es por ello que por lo general se utiliza una tasa libre de riesgo como aquella ofrecida por los bonos gubernamentales de los Estados Unidos de Norteamérica.

b. Retorno de mercado (R_m)

El retorno de mercado (R_m) se considera que representa el retorno del portafolio más eficiente, es decir de mejor balance de rentabilidad y riesgo. Si se descompone el retorno de mercado, este está conformado por la tasa libre de riesgo (r_f) y la prima por riesgo de mercado ($R_m - r_f$). Se puede decir además que el retorno de mercado representa el promedio ponderado de todos los rendimientos y riesgos del mercado.

Por lo tanto, del modelo CAPM se desprende los siguientes conceptos que se consideran útiles en la determinación del valor de los activos intangibles:

- a) La relación directa existente entre el retorno esperado de un activo y el riesgo asociado.
- b) La prima de riesgo de un activo depende del " β " que mide los diferenciales de riesgo que percibe un inversionista de los rendimientos generados por el activo respecto del mercado.

2.8. Métodos y/o técnicas aplicadas en la valorización de una marca

Diversos autores y firmas consultoras han propuestos diversos modelos y/o técnicas para determinar el valor de una marca, entre los cuales se encuentran: (Pablo Fernández (2001) y Gabriela Salinas (2009))

1) Métodos basados en costos:

El valor de reemplazo de una marca, que se puede determinar de las siguientes formas:

- El valor presente de la inversión histórica en marketing y promoción.
- Estimación de la inversión en publicidad requerida para alcanzar el nivel actual de reconocimiento de la marca

2) Métodos basados en el mercado:

El valor de mercado de una marca se puede obtener de la comparación con valores de marca similares en el mercado.

3) Métodos basados en ingresos:

a) *Método de precio Premium o de ganancias incrementales:*

La diferencia entre el valor de una compañía con marca y el de una compañía similar que vende productos sin marca (genéricos). La cuantificación de esta diferencia puede darse a través de diferentes métodos:

- Valor presente del precio premium (con respecto al precio de un producto sin marca) pagado por el cliente por la marca

- Valor presente del volumen extra (con respecto a un producto sin marca) adquirido por el cliente debido a la marca
- La suma de los dos valores presentes del precio Premium y volumen extra, menos los gastos e inversiones específicas de la marca.
- La diferencia entre los ratios (precio/ventas) de la compañía con marca y de una compañía similar sin marca, multiplicado por las ventas de la compañía con marca.
- La comparación de margen bruto de la compañía con marca respecto de su competencia relevante, también considerada como el método de “economías de escala”, ya que tiene por objetivo calcular el valor generado por las economías de escala atribuidas a la marca, cuando la compañía no puede aplicar un precio Premium en el mercado.
- La comparación de margen operativo de la compañía con marca respecto de su competencia relevante, y tiene por objetivo calcular el valor generado por la marca por las ventajas otorgadas en la reducción de los gastos de promoción, administrativos y generales, cuando la compañía no puede aplicar un precio Premium en el mercado.
- La diferencia de resultados obtenidos por la compañía con la marca y sin marca, multiplicado por un múltiplo. Bajo esta metodología, el diferencial de los resultados antes de impuestos e intereses (EBIT) respecto de una compañía sin marca es multiplicada por un múltiplo que se obtiene de cuantificar los factores que determinan las fortalezas de la marca. La cuantificación de las fortalezas de la marca se realiza a través de una composición ponderada considerando factores tales como:
 - o Liderazgo, una marca líder le otorga a la compañía el poder de establecer precio, controlar los canales de distribución y otorga resistencia a los competidores, entre otros.
 - o Estabilidad, representado por el nivel de lealtad que tienen los consumidores con la marca sobre un periodo largo de tiempo.
 - o Mercado, relacionado con el tipo de mercado en que se encuentra la marca; un mercado estable y en crecimiento,

con altas barreras de entrada, otorgará un mayor fortaleza a la marca.

- Internacionalidad, que dependerá de si la marca ha sido capaz de cruzar fronteras locales o regionales.
- Tendencia, que mide la capacidad de la marca para mantenerse relevante para sus consumidores a lo largo del tiempo.
- Soporte, que depende de la cantidad y calidad de inversión y soporte recibido por la marca.
- Protección, representado por la capacidad y amplitud de protección legal (monopolio natural) que goce la marca.

b) *Método de ahorro de regalías:*

Entre las técnicas aplicadas bajo esta metodología se encuentran:

- Método basado en las fortalezas de la marca analizada y el valor de marcas comparables. Se basa en la determinación de la tasa de ahorro de regalía en base al análisis de las fortalezas de la marca analizada y el rango de tasas de regalías pagadas por marcas comparables.
- La formula "Knoppe", se basa en el principio administrativo alemán que la empresa paga una tasa de regalía luego de obtener una utilidad operativa apropiada por explotación del producto o servicio licenciado. De acuerdo a ello, el valor máximo que correspondería a una tasa de regalía por una marca es entre 25% y el 33.33% de la utilidad antes de impuestos generado por la empresa licenciada.
- Análisis de Grupos o Clusters, corresponde a una técnica de análisis multivariable para determinar la tasa de regalía que correspondería a la marca, mediante los siguientes pasos:
 - Recolección de información y determinación de las variables "clustering", que están relacionadas a las diferentes características contractuales o medidas de rentabilidad.
 - Selección del método clustering y estarización de la información.
 - Establecimiento del número óptimo de grupos o clusters. El objetivo es hallar un cluster apropiado que contenga la

información de la marca a ser valuada y de las marcas comparables.

- o Determinación de la tasa de regalía.

c) *Método Residual o de exceso de ganancias:*

El valor presente de las ganancias esperadas de la compañía menos los activos empleados, multiplicado por su retorno requerido. Existen las siguientes variantes en la aplicación de este método:

- Método del U.S. Revenue Ruling 68-609, también conocido como "The Formula Approach" el valor del activo intangible es calculado en función a las ganancias en exceso de una tasa de retorno sobre activos intangibles. Los pasos que normalmente se siguen bajo este método son:
 1. Normalización de las ganancias históricas antes de impuestos
 2. Determinación del valor neto de los activos tangibles de la compañía
 3. Determinación de una tasa razonable de retorno sobre el valor estimado de los activos tangibles
 4. Multiplicación de la tasa razonable de retorno de los activos tangibles netos. Esto determinará el valor de las ganancias atribuidas a dichos activos
 5. Sustracción del valor de las ganancias atribuidas a los activos tangibles de las ganancias normalizadas antes de impuestos. Esto determinará el exceso de ganancias atribuidas a los activos intangibles.
 6. Determinación de tasa apropiada de capitalización del exceso de ganancias.
 7. Determinación del valor presente o capitalización del exceso de ganancias atribuido a los activos intangibles.
- Método de Baruch Lev's intangibles scoreboard: El profesor Baruch Lev de New York University basado en su "Knowledge Capital Scoreboard" establece un retorno después de impuestos sobre activos físicos de 7% y 4.5% sobre activos financieros. Por lo tanto,

la diferencia en exceso del margen de ganancia respecto de las tasas fijadas anteriormente, serían atribuidas a los activos intangibles.

- Método de Análisis del retorno requerido sobre la inversión, también conocido de método de retorno residual, fue propuesto por Smith (1997). Este método no asigna un retorno fijo a los activos tangibles, sino se basa en la distribución de las ganancias en función a los activos que comprometen la generación de los ingresos de la empresa. Dicha distribución de los ingresos se realiza entre diversos activos y se determina en función a su valor relativo y riesgo. Este método introduce en el análisis los ratios de riesgo de mercado.

d) *Método de flujos de caja descontados:*

La determinación del valor de la marca se puede dar a través de diferentes técnicas:

- La diferencia entre el valor presente de los flujos de caja incrementales de la empresa con y sin marca. Los ingresos atribuibles a la marca pueden ser estimados considerando el efecto de la marca en los diferentes factores de valor de la compañía. Por lo general, el efecto de la marca se refleja en un incremento de la tasa de crecimiento, los gastos de publicidad y un menor riesgo (Smith, 1997).
- La diferencia del flujo de caja libre menos el retorno requerido a otros activos no relacionados con la marca, Smith (1997). Aplicado también por la firma de consultoría Houlihan Valuation Advisors.
- La diferencia entre el valor de la compañía y el valor netos de sus activos tangibles. Para la determinación del valor de la compañía se utilizan el método de DCF.
- La diferencia de flujos de caja de la compañía con marca con respecto a una o un set de compañías comparables.

- La diferencia entre el valor de la compañía y el valor en libros de las acciones de compañía. En algunos casos se utiliza el valor en libros ajustado.
- La diferencia entre el valor de la compañía y el valor en libros de las acciones de la compañía menos el capital intelectual, medido por la capacidad y experiencia del equipo gerencial.

e) *Método de opciones reales:*

Consiste en determinar el valor de la opción de venta a un mayor precio y un mayor volumen y la opción de crecimiento mediante nuevos canales de venta, nuevos productos, nuevos mercados, entre otros, debido a la existencia de la marca.

2.9. La Teoría de la Contribución de los Activos Intangibles

Grimaldi y Cricelli (2009), establecen un modelo teórico de la contribución de los activos intangibles al rendimiento de una compañía en base a una estructura jerárquica donde los activos intangibles estratégicos de una compañía son divididos en función a factores generadores de valor - denominados en inglés como "value drivers"-, y seleccionando una serie de indicadores para describir y medir las características de cada aspecto del rendimiento de los activos intangibles.

La estimación de los resultados totales obtenidos por las estrategias aplicadas por una compañía, son combinados para crear un índice de evaluación jerárquica denominado (HAI), que evalúa aspectos cuantitativos y cualitativos de la compañía, a través de un proceso jerárquico analítico (AHP).

El Modelo HAI (Índice de Evaluación Jerárquica)

El HAI es un índice que combina evaluaciones objetivas de los activos intangibles con aspectos subjetivos de contribución de valor definidos por la gerencia. Asimismo, este índice permite identificar los recursos que generan valor y ventaja competitiva de acuerdo al contexto de negocio, tratando de

establecer una subordinación de los elementos que generan rendimiento de la compañía y particularizando el aporte de los activos intangibles.

Este modelo proporciona lineamientos para el entendimiento de los factores relevantes de los activos intangibles que generan valor a la compañía.

El primer nivel dentro de la estructura jerárquica está determinado por los objetivos de la compañía, mientras que en el segundo nivel se encuentran cuatro factores generadores de valor que clasifican los activos intangibles de la Compañía: las partes interesadas (“stakeholders”), procesos, innovación y conocimiento. El primero refleja el capital relacional y representa el valor de las relaciones externas que generan los “stakeholders” y se subdivide en cinco sub “value drivers”: clientes, proveedores, accionistas, socios estratégicos e instituciones. El segundo y tercero generador de valor, reflejan el capital organizacional o estructural, y se refieren a la capacidad de aplicación y generación del conocimiento disponible dentro de la estructura organizacional, y que incluye los procesos, sistemas, marcas, cultura y propiedad intelectual. El cuarto factor generador de valor consiste en el conocimiento generado y adquirido por los individuos dentro de la organización, e incluye, el “know how”, capacidades, habilidades, competencias y experiencia de los empleados.

En el tercer nivel de la estructura jerárquica los factores generadores de valor se dividen en cuatro características: estabilidad, eficiencia, crecimiento y dinamismo; que representan las expresiones deseadas de la actividad de una compañía.

En el último nivel de la estructura jerárquica, se encuentran los indicadores de evaluación que permitan medir y monitorear el logro de los objetivos estratégicos predefinidos por la Compañía. Dichos indicadores corresponden a las características de cada factor generador de valor. Asimismo, los indicadores de evaluación son expresados numéricamente y son caracterizados de acuerdo al tipo de data: cuantitativo continuo (QC), cuantitativo discreto(QD) y cualitativo (Qual).

El proceso de evaluación comienza con la determinación del valor numérico de cada indicador de evaluación seleccionado. El valor cuantitativo que expresa el indicador de rendimiento " $m_{ii',jk}$ ", está asociado:

- i : valor referido al factor generador de valor y va de 1 a 4
- para $i=1$; i' : valor referido al subfactor generador del valor del "stakeholders" y va de 1 a 5.
- j : valor referido a la característica de cada factor generador del valor y va de 1 a 4.
- k : valor referido al indicador de evaluación relativo a cada generador del valor y va de 1 al total de indicadores seleccionados.

El otro componente del modelo, es la determinación del grado de importancia de los elementos respecto al total de activos utilizados para el logro de los objetivos predefinidos de la compañía. Para ello, los elementos son comparados en pares respecto a su elemento del mismo nivel. La escala de comparación utilizada, AHP, es llevada a una representación numérica y empieza en el primer nivel de la jerarquía y continúa en los niveles subsiguientes, donde las prioridades de un factor generador de valor son divididas en un proceso de ponderación entre sus elementos descendientes.

El total de prioridad obtenido por un indicador de evaluación es expresado por " $X_{ii',jk}$ " y constituye un valor porcentual, siendo la suma total el valor unitario. Por lo tanto, el índice HAI, resulta de la combinación de los indicadores de evaluación " $m_{ii',jk}$ ", y su prioridad " $X_{ii',jk}$ ". El modelo considera además las variaciones temporales de " $m_{ii',jk}$ " y las expectativas de la gerencia para las mejoras. Para ello, se utiliza nuevamente el proceso de comparación en pares AHP, en base a tres elementos para cada indicador de evaluación:

- El valor del rendimiento calculado para el periodo "T" (P_T).
- El valor del rendimiento calculado para el periodo anterior "T-1" (P_{T-1}).
- El valor del rendimiento deseado ($P_{deseado}$).

Con los tres elementos anteriores se forma una matriz de comparación por pares, tal como se aprecia a continuación:

Cuadro N°5: Matriz de Evaluación de Prioridades

	P_{T-1}	P_T	P_{Deseado}
P_{T-1}	1	$P_{(T-1; T)}$	$P_{(T-1; \text{Deseado})}$
P_T		1	$P_{(T; \text{Deseado})}$
P_{Deseado}			1

Donde:

- $P_{(T-1; T)}$: El ratio entre el valor del rendimiento del indicador en el periodo "T" y del periodo "T-1";
- $P_{(T-1; \text{Deseado})}$: El determinado de acuerdo a la opinión de la gerencia sobre la expectativa de alcanzar el indicador deseado;
- $P_{(T; \text{Deseado})}$: El determinado sustituyendo una relación dentro de la otra

Por lo tanto mediante este procedimiento, el valor del indicador del rendimiento " $m_{ii,jk}$ " se transforma en función del valor deseado del rendimiento " $p_{ii,jk}$ ". El valor que puede alcanzar este último puede variar de 0 a 0.5, donde el valor de los tres pesos de " P_T ", " P_{T-1} ", " P_{deseado} " es la unidad y el valor de " P_{deseado} " es mayor que el valor de " P_T " y " P_{T-1} ".

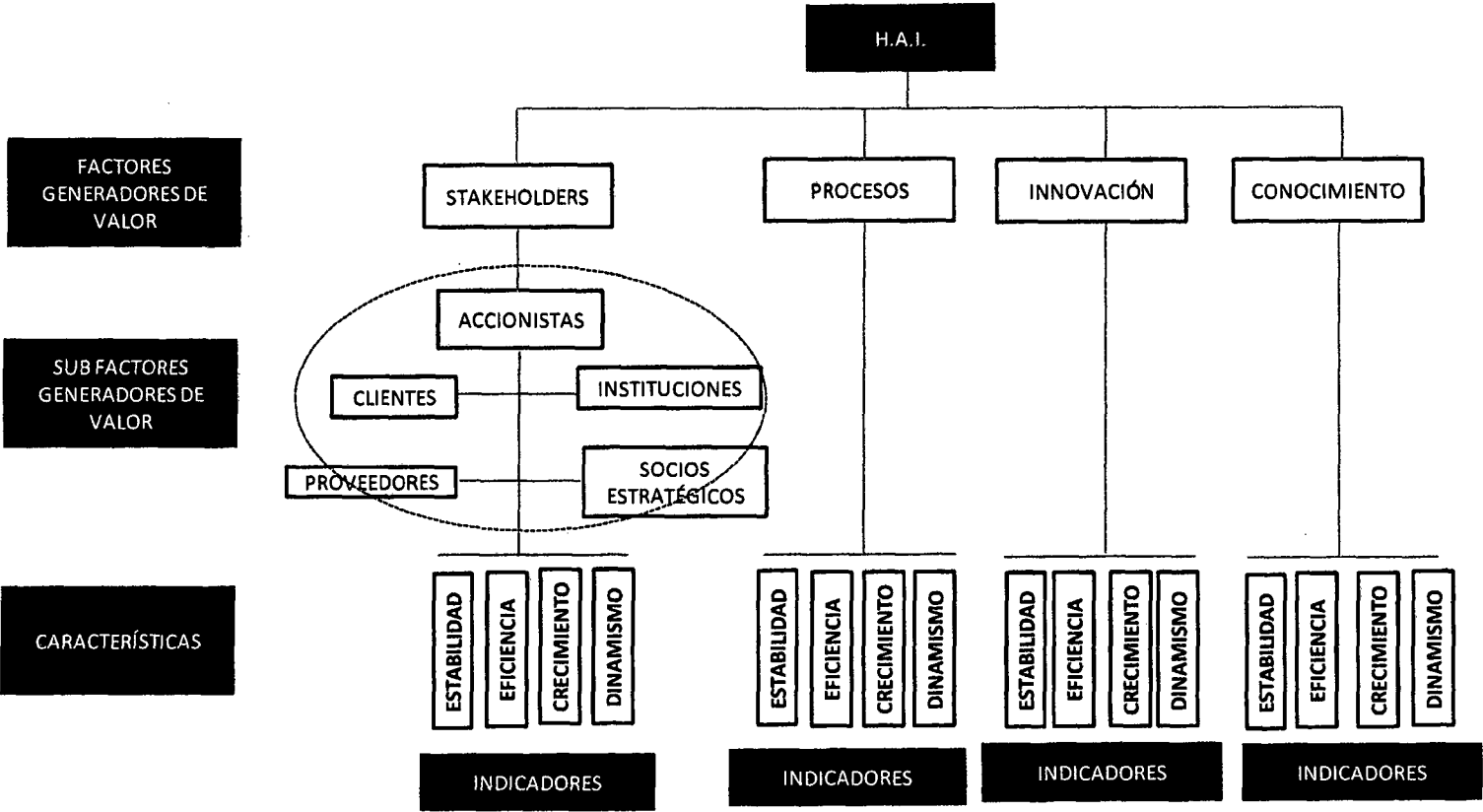
Finalmente, la suma de los productos de " $X_{ii,jk}$ " y " $p_{ii,jk}$ " de cada indicador de evaluación, resulta en un índice HAI único:

$$HAI = \sum_i \sum_{i'} \sum_j \sum_k X_{ii',jk} p_{ii',jk}$$

Donde el valor de HAI varía entre 0 y 0.5.

El valor de HAI es una expresión numérica de la efectividad de los activos intangibles en el logro de los objetivos de rendimiento deseados de la compañía. Por lo tanto, mientras más cerca es el valor a 0.5, mejor es la utilización del activo intangible por parte la compañía. Este análisis es útil además para determinar los puntos donde la gerencia debe tomar medidas correctivas para alcanzar sus objetivos estratégicos deseados.

Gráfico N°2: Modelo Teórico de Contribución de Valor "H.A.I."



Fuente: Grimaldi y Cricelli (2009)

Cuadro N°6: Composición por Tipo de Indicador del Modelo H.A.I.

CARACTERÍSTICAS	INDICADOR	TIPO DE INDICADOR		
		Quantitativo Continuo	Quantitativo Discreto	Qualitativo
I. FACTOR GENERADOR DE VALOR: "STAKEHOLDERS"				
II. SUB GENERADOR DE VALOR: CLIENTES				
ESTABILIDAD	Rentabilidad por cliente	X	X	
EFICIENCIA	Indice de Satisfacción			X
	Participación de mercado	X		
CRECIMIENTO	Crecimiento en participación de mercado	X		
	Crecimiento en ingresos	X		
DINAMISMO	Tiempo promedio de atención	X		
	Ratio de quejas de clientes		X	
II. SUB GENERADOR DE VALOR: ACCIONISTAS				
ESTABILIDAD	Costo del capital promedio ponderado(WACC)	X		
	Retorno sobre patrimonio (ROE)	X		
EFICIENCIA	Retorno sobre activos (ROA)	X		
	Eficiencia y visibilidad en el mercado			X
CRECIMIENTO	Retorno sobre inversiones (ROI)	X		
DINAMISMO	Porcentaje de capital captado en el mercado	X		
I. FACTOR GENERADOR DE VALOR: INNOVACIÓN				
ESTABILIDAD	Indice de Innovación			X
	Porcentaje de rentabilidad de nuevos productos	X	X	
EFICIENCIA	Número de buenas prácticas identificadas		X	
	Porcentaje de éxito en proyectos desarrollados	X		
CRECIMIENTO	Crecimiento explicado por nueva tecnología	X		
	Número de patentes obtenidas sobre total presentados		X	
DINAMISMO	Número de patentes pendientes		X	
	Grado de expertise disponible en el campo		X	

Fuente: Grimaldi y Cricelli (2009)

III. PLANTEAMIENTO DE ALTERNATIVA METODOLÓGICA

El planteamiento de una alternativa metodológica requiere de un análisis previo de las metodologías actuales de valorización de activos intangibles, en el caso específico de una marca, con el fin de evaluar los aspectos positivos y negativos de dichas metodologías, con el objetivo de obtener un valor del activo intangible que sea más consistente y confiable.

3.1. Evaluación de metodologías más aplicadas en la valorización de activos intangibles

De las metodologías revisadas en el punto 2.5 del capítulo II del marco teórico, a continuación se presentan la evaluación de las ventajas y debilidades que ofrecen las metodologías más aplicadas en la valorización de activos intangibles.

3.1.1. Métodos basados en costos

a) Debilidades:

La principal crítica a estos métodos es que no consideran los ingresos que genera y potencialmente puede generar en el futuro el activo intangible. En efecto, este método no captura el valor agregado por el activo intangible. Asimismo, si el activo intangible ha sido desarrollado a través de un largo tiempo, resulta difícil la identificación de los costos históricos. Es por ello, los métodos de aproximación en base a costos no son apropiados para la determinación del valor de activos intangibles.

b) Aplicabilidad:

Estos métodos son más apropiados en la determinación del valor de activos de fácil reemplazo como es el caso de software informáticos.

3.1.2. Métodos basados en el mercado

a) Debilidades:

Los métodos basados en el mercado tienen aplicación limitada dado que resulta bastante difícil que se cumplan los elementos metodológicos requeridos indicados en el punto 2.5.2.2 para su adecuada aplicación.

b) Aplicabilidad:

Los métodos basados en el mercado resultan idealmente aplicables en la valorización de activos que no son únicos. En el caso de la valorización de un activo intangible es posible aplicar este tipo de método en caso exista

información de transacción(es) comparable(s) de activos similares en la misma industria; sin embargo, no es recomendable aplicarlo como método primario.

3.1.3. Métodos basados en los ingresos

3.1.3.1. Precio Premium (PP) o de ganancias incrementales

a) Ventajas:

El precio premium representa una aproximación de entendimiento universalmente aceptable.

b) Debilidades:

Este método tiene como mayor debilidad que considera que el precio premium es atribuido únicamente al activo intangible, cuando existen otros activos que contribuyen al mantenimiento del precio premium de un producto determinado. Asimismo, las ganancias generadas por el activo intangible no necesariamente se expresan en un mayor precio del producto, sino a través de otras ventajas como un menor costo de distribución, entre otros.

Asimismo, este método presenta dificultades en su aplicación, tales como la recolección de información y la identificación de productos genéricos comparables a los productos relacionados con el activo intangible analizado.

A continuación se presentan algunas críticas encontradas a las principales técnicas aplicadas bajo este método para el caso de una marca:

- 1) La diferencia entre los ratios (precio/ventas) de la compañía con marca y de una compañía similar sin marca, multiplicado por las ventas de la compañía con marca, utilizado por Damodaran (1994,1996) para la valorización de marcas internacionales como Coca Cola y Kellog.

En este caso se logran identificar determinados puntos débiles de la metodología asociados a la sensibilidad del valor de la marca a las estimaciones que se realicen de los resultados y crecimiento tanto de la compañía con la marca como de la compañía con el producto genérico (Pablo Fernández, 2001). Por lo tanto, estimaciones muy optimistas pueden llevar a sobre valorar la marca comercial.

- 2) La diferencia de resultados obtenidos por la compañía con la marca y sin marca, multiplicado por un múltiplo, utilizado por la firma de consultoría Interbrand.

Una limitación de esta metodología es la subjetividad para estimar los resultados (EBIT) de la compañía sin marca. Asimismo, es posible que una misma marca tenga diferentes fortalezas dependiendo del tipo de consumidor o mercado al que está dirigido, como por ejemplo, las diferencias de apreciación de una marca en distintos países.

Sin embargo, se pueden reconocer como aspecto positivo de esta metodología, la definición de factores que permitan cuantificar la fortaleza de la marca, y por lo tanto, su valor.

- 3) La comparación de margen bruto de la compañía con marca respecto de su competencia relevante.

La principal debilidad en este método es que no considera la influencia de otras variables diferentes a la marca que puedan explicar el diferencial de los márgenes brutos de la compañía y su competencia relevante.

- 4) La comparación de margen operativo de la compañía con marca respecto de su competencia relevante.

De forma similar al método basado en la comparación de márgenes brutos, este método es que no considera la influencia de otras variables diferentes a la marca que puedan explicar el diferencial de los márgenes operativos de las compañías y su competencia relevante.

3.1.3.2. Ahorro de Regalías

a) Ventajas:

Estos métodos calculan el valor del activo intangible tomando como referencia tasas de regalías aplicadas en transacciones de activos intangibles comparables realizadas entre partes independientes en la misma industria. Asimismo, este método no requiere del cálculo dificultoso del diferencial de utilidades atribuidas al activo intangible. Por último, debe mencionarse que este método ha sido utilizado por varias autoridades fiscales, como un método adecuado.

b) Debilidades:

Este método tiene como mayor debilidad que se fundamenta en la existencia de tasas de regalías de activos intangibles similares en el mercado, lo cual resulta bastante difícil de obtener por las características singulares que tienen los activos intangibles. Asimismo, la tasa de regalía en algunos casos no corresponde únicamente por el uso del activo intangible, sino que abarcan beneficios contractuales adicionales.

3.1.3.3. Residual o de Exceso de ganancias

a) Ventajas:

La metodología es conceptualmente consistente, además que está propuesta es un referente de aplicación señalado en las normas fiscales de los Estados Unidos de Norteamérica.

b) Debilidades:

En el caso de empresas con activos intangibles valiosos, estos podrían ser subvalorados en caso de la asignación de altas tasas de retorno a activos tangibles obsoletos u ociosos. Asimismo, la determinación de los retornos requeridos a activos intangibles resulta actualmente muy subjetivo, siendo en muchos casos determinado arbitrariamente.

3.1.3.4. Flujos de Caja Descontados (DCF) o de ganancias capitalizadas

A continuación se evalúa las ventajas y debilidades de los principales métodos que aplican flujos de caja descontados (DCF):

- 1) La diferencia entre el valor presente de los flujos de caja incrementales de la empresa con el intangible vs otra sin el intangible.

El punto crítico de esta metodología es reflejar apropiadamente el efecto del activo intangible en los diferentes factores generadores de valor.

- 2) La diferencia del flujo de caja libre menos los activos empleados multiplicado por el retorno requerido de los otros activos.

La principal crítica de esta metodología es que el flujo de caja libre es similar al EVA y que reemplaza el flujo de caja libre atribuido a una

compañía con producto genérico, con activos empleados por la compañía con el activo intangible multiplicado por la tasa de retorno requerido (Fernandez, 2001). Sin embargo, en dicha crítica radica su principal ventaja, ya que el valor de activo intangible no depende de la utilización flujos de caja u otros indicadores de una compañía con productos genéricos, información que incrementa la subjetividad en la estimación del valor del activo intangible.

- 3) La diferencia entre el valor de la compañía y el valor netos de sus activos tangibles.

Esta aproximación se considera que puede ser útil para estimar el valor máximo que un activo intangible (Lonergan, 1998). La principal crítica a este método es que asume que no existen otros activos intangibles que puedan influir en el valor de compañía.

- 4) La diferencia de flujos de caja de la compañía con el activo intangible con respecto a una o un set de compañías comparables.

La principal crítica a esta aproximación es que no considera otras variables que pueden influir en el diferencial de los flujos de caja. Asimismo, existe dificultad para encontrar información financiera de empresas con productos genéricos que no tengan intangibles.

3.1.3.5. Real Options

a) Ventajas:

Este método determina el valor del activo intangible considerando múltiples factores asociados con la incertidumbre de los flujos de caja, futuras oportunidades de crecimiento, entre otros factores. Asimismo, este método proporciona una buena herramienta de análisis de decisiones gerenciales.

b) Debilidades:

Se considera que la teoría de opciones puede constituir un método confiable para la determinación del valor de acciones, sin embargo, no resulta tan aplicable a los activos intangibles por su carácter singular. Asimismo, la confiabilidad de este método disminuye dado que el valor de las variables se aproxima o se establece arbitrariamente.

3.2. Elementos que generan cuestionamientos en el valor de un activo intangible

Luego de la evaluación de las ventajas y desventajas de las metodologías principalmente utilizadas en la valorización de los activos intangibles, se pueden identificar elementos que generan cuestionamientos en la determinación del valor de un activo intangible; entre los cuales se encuentran:

- 1) Falta de relación del valor del activo intangible con la capacidad de generación de ingresos de la empresa
- 2) El uso de información de mercado, como tasas de regalías e indicadores financieros de compañías con productos similares sin el activo intangible, para efectos de determinar la contribución del activo intangible en la generación de ingresos o ganancias para las empresas.
- 3) Falta de identificación de los mecanismos de influencia y/o de contribución de los activos intangibles en la generación de valor de la compañía. Esto trae como consecuencia que se sobrestime o subestime el aporte del activo intangible en la generación de ingresos o ganancias para las empresas.
- 4) No se establecen supuestos razonables y confiables para la proyección de los flujos de ingresos esperados de la empresa. Los supuestos utilizados deben tener mecanismos de validación y sustentación en base al análisis histórico y prospectivo del comportamiento de la empresa y su entorno.

La alternativa metodológica propuesta pretende aportar en mejorar la consistencia de las estimaciones del valor del activo intangible por motivos del punto 3). Con ello se pretende acotar la estimación del aporte del activo intangible en la generación de ingresos o ganancias para las empresas.

Cuadro N°7: Resumen de Evaluación de Metodologías de Valorización de Activos Intangibles

Métodos comúnmente utilizados		Elementos que generan cuestionamiento en el valor de los activos intangibles			
		Falta de relación con su capacidad de generar ingresos	Uso de información de mercado de activos "similares"	Falta de identificación de contribución de los activos	Falta de supuestos razonables y confiables
Métodos basados en costos	Costos históricos de creación	X		X	
	Costo de reposición	X		X	
Métodos basados en el mercado			X	X	
Métodos basados en los ingresos	Precio Premium		X	X	X
	Ahorro de regalías		X	X	X
	Residual o de exceso de ganancias		X	X	
	Flujos de caja descontados		X	X	X
	Real Options		X	X	X

Fuente: Elaboración propia

3.3.Consideraciones sobre la alternativa metodológica

Dado que el problema central en la determinar del valor del activo intangible radica en su carácter no físico que no permite establecer un valor de consenso, consistente y confiable, el enfoque de la alternativa metodológica persigue que la determinación del valor de activo intangible descansa en un análisis de contribución de valor del activo analizado, y con ello delimitar la estimación del valor del intangible.

Por lo tanto, resulta un aspecto importante en la atención al problema central de la determinación del valor del activo intangible, la definición de su concepto y el entendimiento de como el activo intangible crea valor para la compañía, para luego valorizar su contribución de forma correcta. Pablo Fernández

(2001), reconoce una parte esencial en el proceso de determinación del valor de una marca comercial, la identificación de los factores –“drivers”- que explican su valor y que representarían los parámetros para la creación, manejo y medida del valor de una marca comercial.

Algunas de las metodologías revisadas anteriormente, buscan medir esta contribución del activo intangible a través de los flujos de caja generados por la compañía o indicadores financieros que son atribuidos al activo intangible. Ciertamente, la dificultad de separar los flujos generados por el activo intangible, origina que algunas metodologías utilicen información de empresas similares con productos genéricos, lo cual tiende a aumentar la subjetividad -y por ende variabilidad- de la estimación del valor del activo intangible.

Así por ejemplo, pueden existir un sin número de factores que generen las diferencias entre los flujos de caja u otros indicadores financieros utilizados de las compañías comparadas, y que afectarán a la determinación del valor de del activo intangible:

- 1) Factores que pueden afectar las diferencias de los retornos esperados: Periodo de ventaja competitiva, diferencia de activos empleados, diferencia de márgenes sobre ventas, nivel de regulación y/o protección del activo intangible, lealtad del consumidor, entre otros.
- 2) Factores que pueden afectar las diferencias en las expectativas de crecimiento: nivel de barreras de entrada, liderazgo, operaciones de adquisiciones y ventas de negocios, la relación entre el activo intangible y los consumidores, la estructura competitiva de la industria, desarrollo de nuevos productos y/o negocios, el progreso tecnológico, entre otros.
- 3) Factores que pueden afectar las diferencias de riesgo operativo: La legislación, el nivel de internacionalización del activo intangible, el riesgo percibido por el mercado, entre otros.
- 4) Factores que pueden afectar las diferencias de riesgo financiero: El tamaño del activo intangible, el control de riesgo, la liquidez del activo intangible y de la compañía, entre otros.

Por otro lado, la opinión final del valor de un intangible debería reflejar la conveniencia de cada método, y la veracidad y fidelidad de la información que sustenta cada método, basado en una estructura lógica que conduce a la opinión final del valor del intangible. Lo que se pretende entonces es que los resultados de los métodos aplicados generen similares niveles de valor, reconciliando los resultados, estableciendo todos los supuestos y condiciones limitantes que afectan el análisis. Asimismo, el evaluador puede no tener toda la información necesaria para resolver el caso; sin embargo deberá decidir si tiene la suficiente información para otorgar una determinación acertada del valor del activo intangible.

Por lo tanto, el informe de valorización bajo la alternativa metodológica debe ser convincente y adecuadamente sustentado para otorgar un entendimiento claro del análisis de valorización y demostrar cómo se arribó a las conclusiones.

3.4. Propuesta de la alternativa metodológica

Tomando en consideración las ventajas y desventajas evaluadas de las principales metodologías actualmente en uso para la valorización de intangibles, la metodología propuesta como alternativa parte de la aplicación del método conocido como "The Formula Approach" establecida en la norma tributaria americana N°68-609, que calcula el valor de los activos intangibles en función al exceso de los ingresos (retornos esperados) sobre los activos tangibles de la empresa. El exceso de los ingresos esperados capitalizados determinará el valor actual de los activos intangibles. Asimismo, para determinar el valor específico de los activos intangibles se realizará un análisis de contribución de valor y de riesgos de los activos intangibles identificados como relevantes en la generación de valor de la compañía. Dicho análisis permitirá cuantificar la contribución relativa del activo intangible respecto de los otros activos en la generación de valor de la empresa.

Asimismo, resulta igualmente importante para efectos de reducir la variabilidad en la estimación del valor del intangible a un mínimo aceptable que la metodología de proyección de ingresos descansa en supuestos confiables y/o información sobre eventos con su respectiva probabilidad de ocurrencia.

En la aplicación de esta alternativa metodológica se podría utilizar una segunda aproximación que contempla la determinación de valor de los activos intangibles como valor de la empresa (como negocio en marcha) menos el valor contable de la empresa. La diferencia con respecto a la primera aproximación es que esta última no considera que los activos tangibles contribuyan a la generación de los ingresos y que no merezcan la asignación de un retorno, lo cual es bastante discutible, teniendo en cuenta que la empresa podría no disponer de dichos activos tangibles y pagar una renta que considerará el retorno del arrendador.

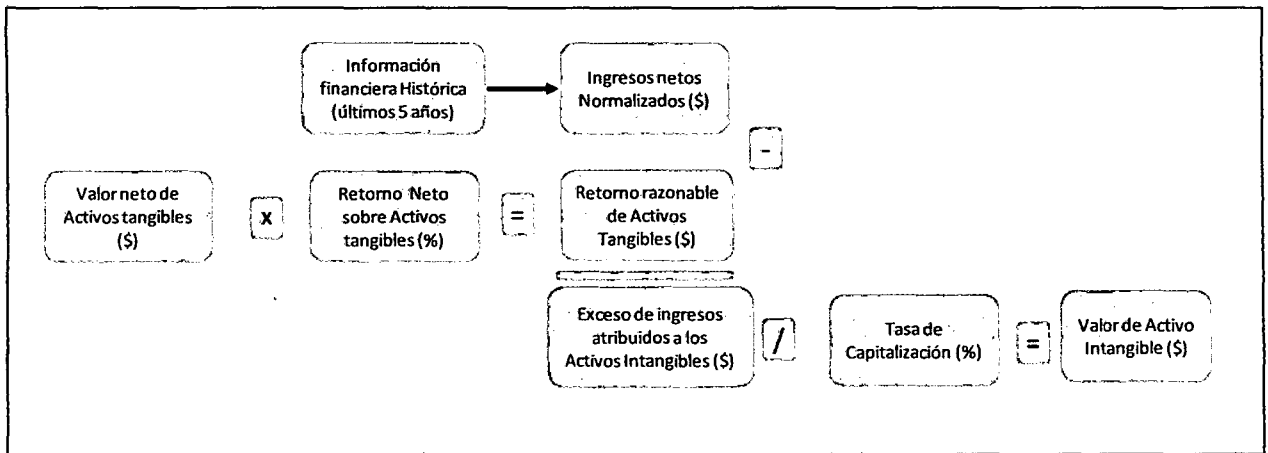
Si bien esta alternativa metodológica parte de una metodología aplicada actualmente, el aporte radica en el análisis para la contribución de los valores de los activos intangibles que utiliza una empresa para la generación de ingresos.

3.5. Componentes de la alternativa metodológica

Esta alternativa metodología descansa sobre los siguientes componentes:

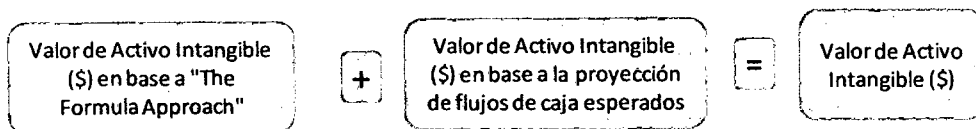
1. Normalización de los ingresos históricos antes de impuestos
2. Determinación de una tasa de retorno razonable asignado a los activos tangibles de la empresa, lo cual podrá estar basado en: i) el análisis de retornos históricos de la industria; y ii) el análisis de costo de oportunidad y/o contribución de los activos tangibles que participan en la generación de valor de la empresa.
3. Multiplicación de la tasa razonable de retorno de los activos tangibles netos por su valor neto. Esto determinará el valor de las ganancias atribuidas a dichos activos
4. Determinación de la tasa de descuento apropiada a ser aplicada al exceso de ingresos de la compañía atribuida al activo(s) intangible(s). Esta tasa de capitalización dependerá del riesgo del negocio y del activo intangible.
5. Análisis de contribución de valor y de riesgos del activo intangible. El análisis de contribución de valor de los activos intangibles nos permitirá asignar el exceso de los ingresos generados atribuidos a los activos intangibles a cada uno de ellos, mientras que el análisis de riesgos de los activos intangibles nos permitirá determinar la tasa de descuento a ser aplicada a los ingresos atribuidos a cada uno de los activos intangibles.

Gráfico N°3: Flujo de Proceso bajo el método "Formula Approach"



Asimismo, la alternativa metodológica se diferencia del método "The Formula Approach" en la proyección de los flujos de ingresos esperados atribuibles a activo(s) intangible(s), bajo el establecimiento de supuestos razonables y confiables, con el fin de captar la parte del valor de los activos intangibles relacionado a su potencial de generación de ingresos en el futuro.

Gráfico N°4: Flujo de Proceso bajo la Alternativa Metodológica



3.6. Análisis de contribución de valor y de riesgos de los activos intangibles

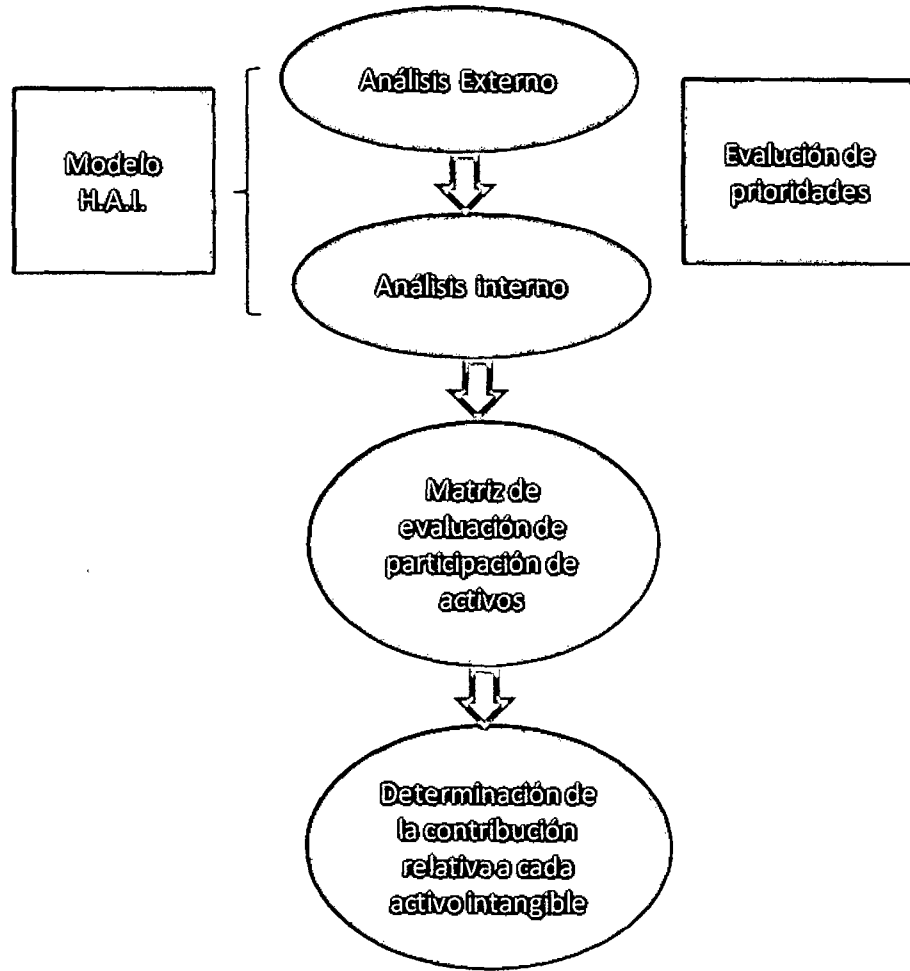
Este análisis se realizará en dos fases: 1) el análisis de la contribución de valor de los activos intangibles y 2) análisis de riesgos de los activos intangibles. El primer análisis nos permitirá asignar el exceso de los ingresos generados atribuidos a cada uno de los activos intangibles, mientras que el análisis de riesgos de los activos intangibles nos permitirá determinar la tasa de descuento a ser aplicada a los flujos de ingresos atribuidos a cada uno de los activos intangibles.

3.6.1. Análisis de contribución de valor de los activos intangibles

Siguiendo el modelo HAI de Grimaldi y Cricelli (2009), el análisis de contribución de valor de los activos intangibles se realizan los siguientes pasos:

- 1) Análisis externo que permita la identificación de los principales factores externos que afectan la generación de rentabilidad de la empresa. Este análisis debe permitir identificar y evaluar los principales factores externos generadores de valor.
- 2) Análisis interno que permita la identificación de los principales factores internos y/o funciones que afectan la generación de rentabilidad de la empresa y los principales activos utilizados para realizar dichas funciones.
- 3) Luego se realiza una matriz de evaluación de prioridades en pares "pair wise" para evaluar la participación de los factores generadores de valor de la empresa;
- 4) Matriz de evaluación de la participación de los activos identificados en los factores generadores de valor.
- 5) La determinación de la contribución de cada uno de los activos intangibles estará determinado por el porcentaje relativo respecto del total de participación alcanzado por cada uno de los activos. Finalmente, el porcentaje resultante de la contribución de valor de los activos intangibles deberá ser aplicado al exceso de los ingresos atribuidos a los activos intangibles para obtener los ingresos generados por cada uno de los intangibles.

Gráfico N°5: Flujo de Proceso propuesto para el Análisis de Contribución de Valor de Activos Intangibles



Fuente: elaboración propia

Cuadro N°8: Matriz de Evaluación de Prioridades de los factores generadores de Valor (en pares)

		Pj				Suma Pi	% Pi
		P ₁	P ₂	P ₃	P ₄		
Pi	P ₁		0	1	1	2	33%
	P ₂	1		1	0	2	33%
	P ₃	0	0		0	0	0%
	P ₄	0	1	1		2	33%
TOTAL						6	100%

SI $P_i > P_j$	1	SI $P_i < P_j$	0
-------------------------------------	----------	-------------------------------------	----------

Cuadro N°9: Matriz de Evaluación de Contribución de los Activos en cada Factor Generador de Valor

FACTOR GENERADOR DE VALOR: CLIENTE

INDICADOR: INDICE DE SATISFACCIÓN

		A _j				Suma A _i	% A _i
		A ₁	A ₂	A ₃	A ₄		
A _i	A ₁		1	1	1	3	50%
	A ₂	0		1	1	2	33%
	A ₃	0	0		0	0	0%
	A ₄	0	1	0		1	17%
TOTAL						6	100%

SI A_i > A_j	1	SI A_i < A_j	0
--	----------	--	----------

A continuación se presenta una tabla a manera de ilustración del análisis matricial de contribución de los activos intangibles:

Cuadro N°10: Matriz de Contribución de Funciones generadoras de Valor de la Empresa

Factores generadores de valor de la empresa												
	Factores Externo						Factores Internos					
Factor generador	Cliente		Proveedores		Accionistas	Socios Estratégicos	Instituciones	Innovación de productos	Procesos	Conocimiento		
Características	Estabilidad	Crecimiento	Estabilidad	Crecimiento	Estabilidad	Estabilidad	Estabilidad	Crecimiento	Eficiencia	Crecimiento		
Indicadores	Índice de satisfacción	Crecimiento de cartera	Garantía	Innovación	Retorno sobre patrimonio	Otros factores	Otros factores	Otros factores	Otros factores	Otros factores	Otros factores	TOTAL
Activos utilizados	20%	10%	5%	10%	5%	5%	5%	22%	15%	3%	100.0%	
Activos tangibles	Capital de trabajo	10%	40%	40%	40%	40%	40%	30%	30%	40%	30.3%	
	Infraestructura	30%					30%				7.5%	
	Maquinarias y/o equipos					30%		30%	30%		12.6%	
Activos intangibles	Recursos humanos	20%									4.0%	
	Marca		30%	20%	20%	10%	30%	20%		20%	9.6%	
	Know how	40%		40%	40%	20%		40%	40%	40%	33.0%	
	Red de contactos-clientes		30%								3.0%	
	Otros										0.0%	
Puntuación	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%	

Fuente: Elaboración propia

3.6.2. Análisis de riesgo de los activos intangibles

El análisis de riesgo de los activos intangibles en este aspecto se enfoca en la estimación del riesgo de pérdida de valor del activo intangible por factores internos o externos a la empresa. De tal manera que, a mayor riesgo de pérdida del valor del activo intangible menor será el valor asociado al activo intangible.

El riesgo del activo intangible estará asociado a la desviación estándar de su rendimiento respecto de su rendimiento esperado.

$$\sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \mu)^2}{N}}$$

Luego, siguiendo el modelo CAPM, el riesgo del activo intangible conjuntamente con una tasa libre de riesgo y el "β" del activo intangible y la prima de riesgo del negocio, permitirán determinar la tasa de descuento aplicable a los flujos de ingresos asociados a los activos intangibles.

$$K = r_f + \beta * (R_M - R_f)$$

Donde:

r_f = tasa libre de riesgo

β = índice de riesgo del activo intangible

R_M = retorno de mercado

$(R_M - R_f)$ = prima de riesgo del mercado

3.7. Evaluación de posibles Críticas a la alternativa metodología propuesta

A continuación se lista una serie de críticas que pueden realizarse a la alternativa metodológica para la valorización de los activos intangibles:

1. Una primera crítica que se puede realizar a la alternativa metodológica propuesta en la valorización de activos intangibles es que se fundamenta en un análisis de contribución de valor que es estático y no dinámico en el

tiempo. Esta variante es posible de incorporar mediante la aplicación de modelos dinámicos multivariable programables.

2. Otra crítica que se puede realizar a la alternativa metodológica propuesta es que el valor de los activos intangibles podrá seguir siendo cuestionable y subjetivo ya que depende de la proyección de los ingresos esperados por la empresa y de la tasa de retorno asignado a los activos tangibles.

En efecto, el objetivo que se persigue en este informe es que la metodología propuesta para determinar el valor de los activos intangibles sea más consistente y que arroje un valor menos cuestionable y/o subjetivo. Con la aplicación de este método se busca reducir la subjetividad al evitar utilizar indicadores de otros activos "similares" en el mercado, ya que no ajustan necesariamente a las características y circunstancias del activo intangible analizado. Asimismo, la subjetividad de las proyecciones de los ingresos esperados atribuidos a los activos intangibles puede ser sujeta a una cierta estandarización normativa de parámetros y supuestos que pueden ser considerados dentro del marco de razonamiento lógico en la valorización. Por otro, con la aplicación de modelos de análisis de sensibilidad dinámicos multivariable programables, se puede mejorar el grado de confianza y/o consistencia de las proyecciones de los flujos de ingresos esperados de la empresa.

Finalmente, con respecto a la tasa de retorno asignado para los activos tangibles, esta corresponde a una tasa de retorno normalizada que puede recogerse del análisis de la información financiera histórica de la misma empresa y el análisis de contribución. En efecto, la tasa de retorno asignado a los activos tangibles de la empresa podrá resultar de la evaluación los retornos históricos obtenidos por la empresa cuando los activos intangibles no se encontraban desarrollados. El retorno alcanzado por los activos tangibles debe de ser consistentes con los obtenidos a través de la estimación del costo de oportunidad por el uso de activos tangibles similares en el mercado. Por lo tanto, con ello se reduce el nivel de subjetividad en la determinación de la tasa de retorno de los activos tangibles utilizado bajo la alternativa metodológica.

IV. CONCLUSIONES

La rápida expansión de la globalización y el consecuente aumento de la competitividad entre las economías, observado en las últimas décadas, ha puesto de manifiesto la importancia de los activos intangibles, los cuales otorgan a las empresas una mayor capacidad para generar ingresos superiores que aquellas basadas en activos físicos. Sin embargo, a pesar de la creciente importancia de los activos intangibles, su propio carácter intangible otorga limitaciones para la determinación de un valor que carezca de cuestionamiento.

A continuación se presentan las principales conclusiones arribadas luego de realizar el presente trabajo:

1. De los tres tipos de metodologías mayormente aplicadas a la valorización de activos intangibles: (1) métodos basados en costos; (2) métodos basados en el mercado y (3) métodos basados en ingresos; son los últimos los que tienen mayor aceptabilidad ya que se basan en la capacidad de generación de ingresos de dichos activos. Cabe indicar que los métodos basados en costos no son apropiados para la valorización de activos intangibles; mientras que los métodos basados en el mercado, resultan también muy cuestionados al basarse en información de activos "similares", dado que los activos intangibles son únicos por naturaleza.
2. La principal dificultad observada en el proceso de valorización de los activos intangibles utilizando los métodos basados en ingresos, es la identificación de los flujos de ganancia de la empresa que se puedan atribuir exclusivamente al activo intangible analizado. Esta dificultad origina que muchas metodologías utilicen información de mercado basándose en empresas similares con intangibles similares o sin intangibles, lo cual tiende a aumentar la subjetividad -y por ende variabilidad- de la estimación del valor del activo intangible.
3. Del análisis de las metodologías aplicadas en la determinación del valor del activo intangible se pueden identificar elementos que generan variabilidad y/o cuestionamientos en el cálculo: i) Falta de relación del valor del activo intangible con su capacidad de generación de ingresos para la empresa; ii) El uso de

información de mercado; iii) falta de identificación de los mecanismos de influencia y/o de contribución de los activos intangibles en la generación de valor de la compañía; iv) No se establecen supuestos razonables y confiables para la proyección de los flujos de ingresos esperados de la empresa; entre otros.

La alternativa metodológica propuesta pretende aportar en mejorar la consistencia de las estimaciones del valor del activo intangible por motivos de la falta de identificación de los mecanismos de influencia y/o de contribución de los activos intangibles en la generación de valor de la compañía. Con ello se pretende evitar la sobrestimación o subestimación el aporte del activo intangible en la generación de ingresos o ganancias para las empresas.

Asimismo, la alternativa metodológica parte de la base del método "The Formula Approach" para el establecimiento del valor del activo(s) intangible(s) pero se diferencia en la proyección de los flujos de ingresos esperados atribuibles a activo(s) intangible(s), bajo el establecimiento de supuestos razonables y confiables, con el fin de captar la parte del valor de los activos intangibles relacionado a su potencial de generación de ingresos en el futuro.

4. La alternativa metodológica propuesta se basa fundamentalmente en: 1) el análisis de la contribución de valor de los activos intangibles y 2) análisis de riesgos de los activos intangibles. El primer análisis permite asignar el exceso de los ingresos generados atribuidos a cada uno de los activos intangibles, mientras que el análisis de riesgos de los activos intangibles permitirá determinar la tasa de descuento a ser aplicada a los flujos de ingresos atribuidos a cada uno de los activos intangibles. Asimismo, el análisis de contribución de valor de los activos intangibles se basa en un análisis de mercado y de la empresa, que permite: i) la identificación de los factores internos y externos que afectan la generación de valor de la empresa; y ii) identificación y evaluación de la participación de funciones y activos generadores de valor para la empresa.

V. INDICE BIBLIOGRAFICO

- GRIMALDI, Michele y CRICELI, Livio. "Intangible asset contribution to company performance: the "hierarchical assessment index"". The Journal of Information and Knowledge Management Systems. Vol.39 N°1. University of Cassino, Italia, 2009.Pag. 40-54.
- SALINAS, Gabriela. "The International Brand Valuation Manual: A complete Overview and Analysis of Brand Valuation Techniques",Jhon Wiley & Sons, Ltd. U.K., 2009. Pag.401.
- DEUTSCHE BANK Research. "Value Intangibles". Alemania, Octubre, 2005. Pag.15.
- DELOITTE S.A., "Purchase Price Allocation (PPA) and intangible asset valuation", Luxemburgo. 2007.
- GREAM, Matthew, "Trademark Valuation: review in January 2004". Pag. 24
- OECD-Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. "Intangible Property Valuation Guidelines", US., 2006.
- FERNANDEZ, Pablo. "Valuation of Brands and Intellectual Capital", IESE Business School, España, 2001.
- AGBEKO T, Winfred y Kofi P.,Emmanual. "Valuation of Intangible Assets, Goodwill & Patent Right, the Case of ABB Group". Göteborg University, Suecia, 2002. 62 páginas.
- REILLY, Robert F. y Schweihs, Robert P. "Valuing intangible assets" McGraw-Hill Professional, 1999. 518 páginas.
- COHEN, Jeffrey A. "Intangible assets: valuation and economic benefit". John Wiley and Sons, 2005. 161 páginas.
- BARUCH LEV, John R. M. Hand. "Intangible assets: values, measures, and risks, Oxford University Press, 2003. 537 páginas.
- DAUM, Jürgen H. "Intangible assets and value creation". John Wiley and Sons, 2003. 421 páginas.
- NATIONAL RESEARCH COUNCIL (U.S.). Board on Science, Technology, and Economic Policy, National Research Council (U.S.). Committee on National Statistics. "Intangible assets: measuring and enhancing their contribution to corporate value and economic growth". National Academies Press, 2009. 106 páginas.
- GORDON V. Smith, Russell L. Parr. "Valuation of intellectual property and intangible assets".John Wiley & Sons, 1989. 431 páginas.

- GORDON V. Smith. "Trademark valuation". John Wiley and Sons, 1997. 293 páginas.
- BRIAN COHEN, Michael, "Hedonic pricing models and the valuation of intangibles assets". Graduate College of Management Southern Cross University. 2009.
- DAMODARAN, A., "Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility and Patents". Stern School of Business.
- FERNANDEZ, P. (2001) "Valuation of brands and intellectual capital, technical report", IESE Business School.
- VILLALONGA, B. (2004) "Intangible resources, Tobin q, and sustainability of performance differences", Journal of Economics Behavior & Organization.
- WATTS, R.L. (2003), "Conservatism in accounting part I: Explanations and implications", Accounting Horizons.
- WEBSTER, E. (1999), "The Economics of Intangible Investment", New Directions in Modern Economics, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- WORLD BANK (2006), "Where is the Wealth of Nations? Measuring capital for the 21st century", The World Bank, Washington, DC.
- SVEIBY, K.-E. (1997), "The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Intangible Assets", Berrett-Koehler, San Francisco, USA.
- KAPLAN, R. S. & NORTON, D.P. (1996), "The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action", Harvard Business School Press, Boston Massachusetts.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTEE (2005), "International Valuation Standards, 7th edición", reporte técnico, International Valuation Standards Committee.
- COOMBS, J.E. & BIERLY, P.E. (2006), "Measuring technological capability and performance", R&D Management.
- BREALEY, R & MYERS, S. (2003), "Capital Investment and Valuation", Mc Graw-Hill, New York.
- AILAWADI, K.L. & KELLER. K.L. (2004) "Understanding retail branding: conceptual insights and research priorities", Journal of Retailing.
- STERN, J.M. SHIELY, J.S. & ROSS, I. (2001), "The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization", John Wiley & Sons, Inc. New York.
- LUTHY, D.H. (1998), "Intellectual Capital and its Measurement, Technical report", College of Business, Utah State University.

- WILLIAMSON, O.E. (1987), "The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting", Free Press; Collier Macmillan Publishers, New York, London.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (IVSC), "Exposure Draft of Proposed Revised International Valuation Guidance Note N°4, Valuation of Intangibles Assets", 2009, U.S.

ANEXO: Matriz de Análisis Metodológico en el caso de la Valorización de una Marca

Aproximaciones en la valorización de intangibles	Descripción	Métodos	Información Necesaria	Nivel de Confianza de la Información	Impacto en método de valorización disponible
Aproximación en base al mercado	Esta aproximación asume que el valor justo de un activo refleja el precio que activos comparables han sido adquiridos en transacciones bajo circunstancias similares.	<ul style="list-style-type: none"> - Método de comparación con activos idénticos. - Método en base a múltiplos 	Precios comparativos de mercado y valorización de múltiplos	Bajo si los activos no son comparables cercanamente	El método puede ser utilizado como método soporte, pero no como método principal
Aproximación en base a la capitalización de ingresos	Esta aproximación se basa en la premisa que el valor del activo intangible es el valor presente de la generación futura de ingresos que el activo puede generar sobre su vida útil.	<ul style="list-style-type: none"> - Método de ahorro de regalías (royalties) - Método de utilidad premium o ingresos incrementales - Método de exceso de ganancias 	Información financiera prospectiva, tasa de descuento, tasas de regalías, entre otros	Medio o alto, si la empresa es participante del mercado y hay pocos ajustes específicos que realizar	Puede usado un método de capitalización de ingresos. Específicamente el método de ahorro de regalías tendría un mayor nivel de confianza si existe suficiente información disponible de contratos de licencia de marca similares
Aproximación en base a costos	Esta aproximación el valor justo del activo intangible tomando como referencia los costos que se incurrían al recrear o reemplazar el activo		Costos de reemplazo	Bajo, no existen evidencias disponibles de reemplazo	El método no es disponible

Fuente: International Valuation Standards Council (IVSC),2009