

¿Cómo se Financiará la Empresa del Futuro que Queremos?



VICENTE SALAS FUMÁS
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA
MADRID, MARZO 2016

Premisas



- En una economía de mercado sin fricciones el valor económico de la inversión es independiente de la forma como se financia (M y M).
- En una economía de mercado con fricciones el valor económico de las inversiones depende de la financiación.
- La inversión y la financiación se deciden simultáneamente, y por lo tanto el estudio de la financiación empresarial debe hacerse conjuntamente con las decisiones de inversión.
- Las economías desarrolladas, a las que la economía española quiere parecerse, evolucionan hacia un modelo empresarial/productivo con un creciente peso relativo de los activos intangibles en el total de activos productivos.
- La financiación de la empresa del futuro que queremos deberá ajustarse a la naturaleza de los activos intangibles que precisa para ser competitiva y hacer competitiva al conjunto de la economía.

Premisas



- Los activos intangibles están generalmente bien valorados por los inversores en acciones, pero raramente considerados en los mercados de crédito y deuda, muy importantes para las PYMES (¿Regulación bancaria?).
- Desde diversas instancias, concretamente en el Reino Unido, se promueven iniciativas que ayuden a las empresas de la nueva economía a identificar y comunicar sus activos intangibles y la relación de los mismos con los cash flows.

La Empresa que *ya existe*



- “The big difference between the new economy and the old is the changed nature of investment. In the past, businesses primarily invested in the tangible means of production, things like buildings and machines. The value of a company was at least somewhat related to the value of its physical capital; to grow bigger, a business had to build new factories roughly in proportion to the increase in its sales. But now businesses increasingly invest in intangibles. And once you’ve designed a chip, or written the code for a new operating system, no further investment is needed to ship the product to yet another customer.” (Paul Krugman, *New York Times*, 22 October 2000)

Activos Intangibles



- **Capital Intelectual**
- **Información** (*bases de datos y software*)
- **Conocimiento** (*I+D+i, Experiencia, Tácito, Patentes, Diseño, Prototipos, saber hacer de las personas*)
- **Capital Relacional** (confianza, reputación, conocimiento y valor de la marca)
- **Capital Organizacional** (participación sustantiva, voz, capital humano específico, producción flexible y ligera; capacidad de coordinación y motivación)
- **Capital Integral** (complementariedad y sinergia entre todos los activos incluido el capital humano general y el capital tangible)

TIPOS DE ACTIVOS INTANGIBLES

Marketing-related intangible assets

- (1) Trademarks, trade names, collective marks, certification marks
- (3) Trade dress (unique color, shape, or package design)
- (4) Newspaper mastheads
- (5) Internet domain names
- (6) Noncompetition agreements.

Customer-related intangible assets

- (1) Customer lists
- (2) Order or production backlog
- (3) Customer contracts and related customer relationships
- (4) Non contractual customer relationships.

Artistic-related intangible assets

- (1) Plays, operas, ballets
- (2) Books, magazines, newspapers, other literary works
- (3) Musical works; compositions, song lyrics, jingles
- (4) Pictures, photographs
- (5) Video and audiovisual material, including motion pictures, music videos, television programs.

Contract-based intangible assets

- (1) Licensing, royalty, standstill agreements
- (2) Advertising, construction, management, service or supply contracts
- (3) Lease agreements
- (4) Construction permits
- (5) Franchise agreements
- (6) Operating and broadcast rights
- (7) Use rights such as drilling, water, air, mineral, timber cutting, and route authorities
- (8) Servicing contracts such as mortgage servicing contracts
- (9) Employment contracts.

Technology-based intangible assets

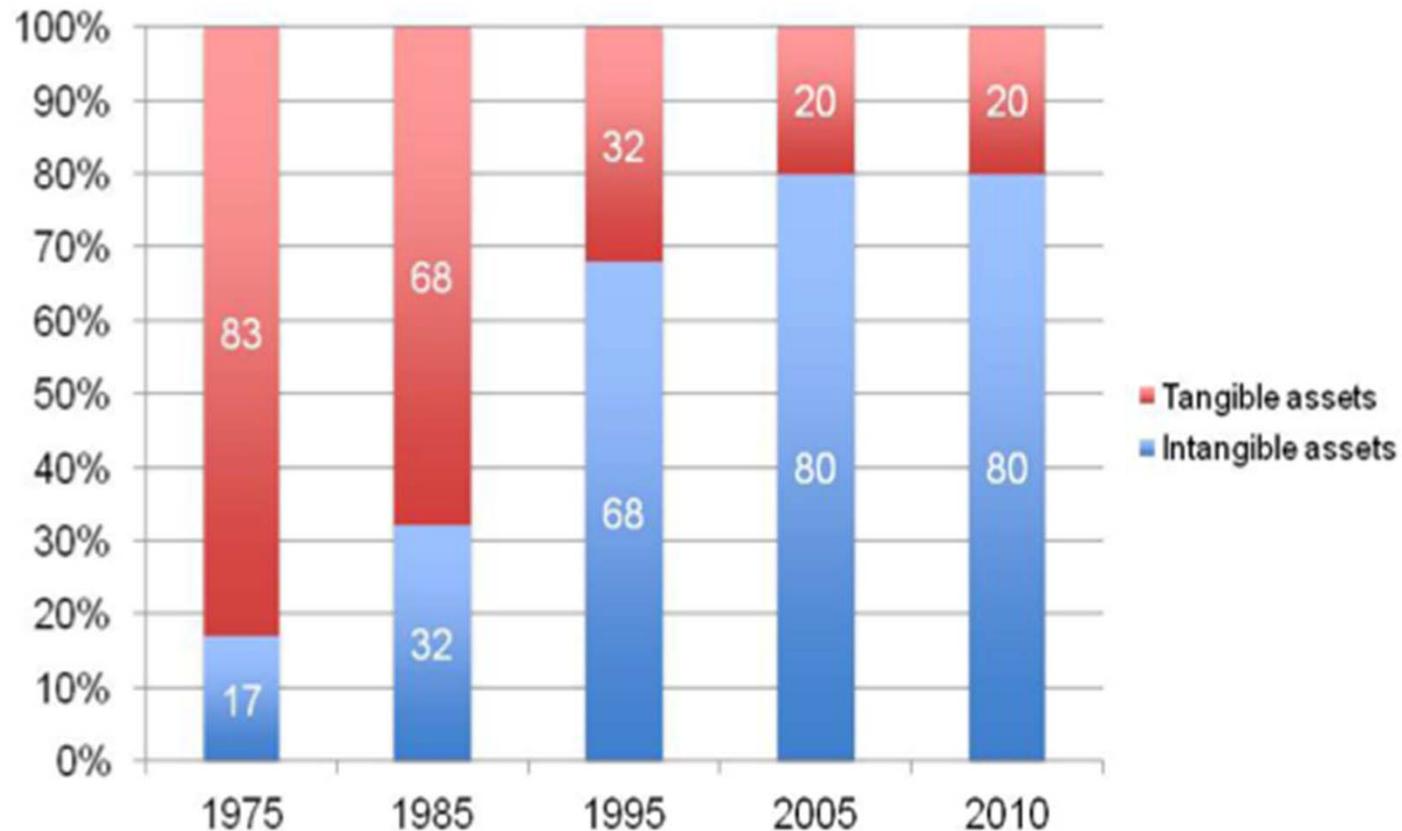
- (1) Patented technology
- (2) Computer software and mask works
- (3) Unpatented technology
- (4) Databases, including title plants
- (5) Trade secrets, such as secret formulas, processes, recipes.

Reconocimiento Intangibles



- ***(1) Diferencia entre valor de mercado y valor en libros de las empresas:*** Supone que los cash flows generados conjuntamente se pueden separar entre unos activos y otros. Permite calcular el valor a precios de reposición de los intangibles si valor de mercado igual al valor de reposición de todos los activos, tangibles e intangibles.
- ***(2) Cálculo del valor de reposición de los activos intangibles a partir de capitalizar gastos de inversión en cada uno de ellos:*** Ignora valor de mercado de los activos por flujos de caja generados. Falsa impresión de que los intangibles son de uso general y siempre se pondrán vender a precio de reposición.
- ***(3) Valoración económica por separado de activos tangibles e intangibles;*** desglose en operaciones de adquisición. Obliga a diferenciar entre coste y valor económico y no atribuye el goodwill a ningún activo en concreto.

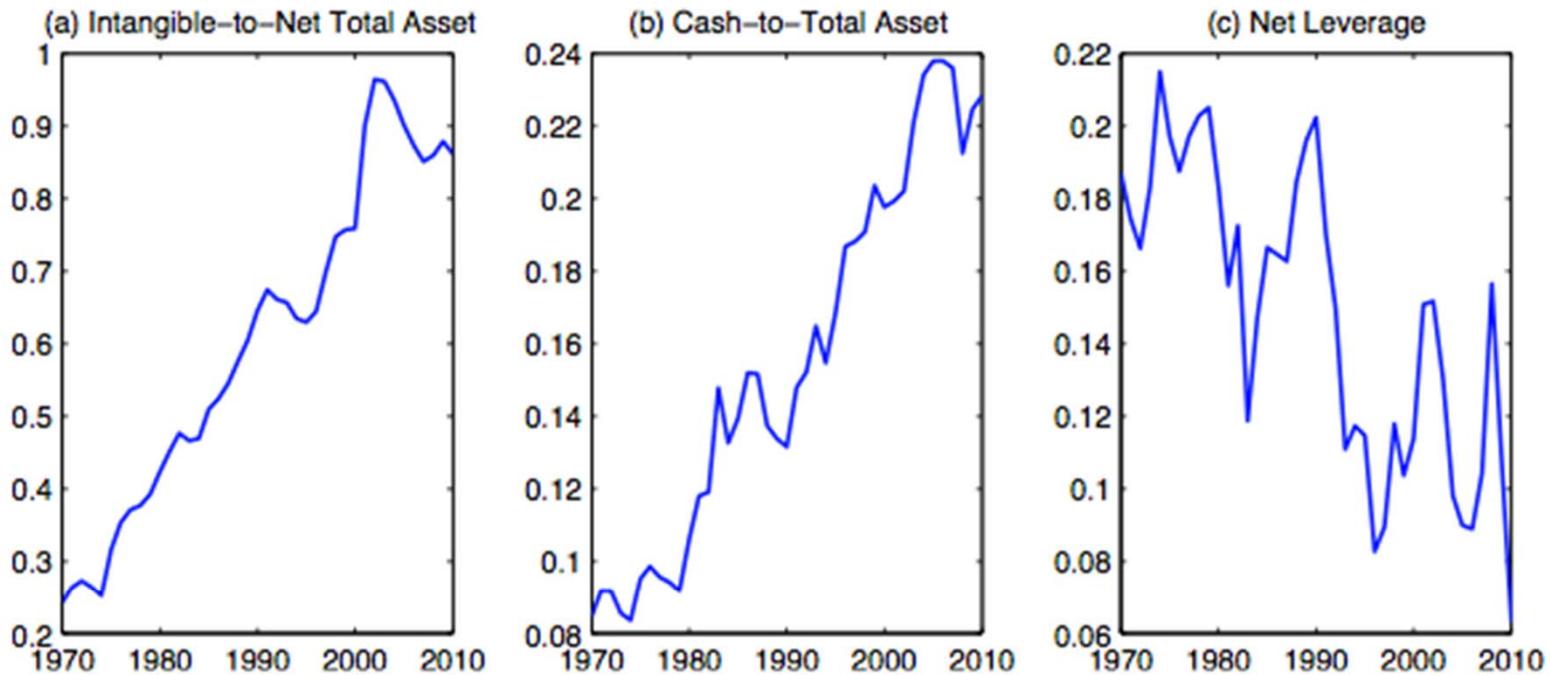
(1) Valor de mercado versus valor en libros



Components of S&P 500 market value: percentages (source: Ocean Tomo)

La forma habitual de reconocer la importancia de los intangibles es con la diferencia creciente en el tiempo entre valor de mercado y valor en libros de la empresa.

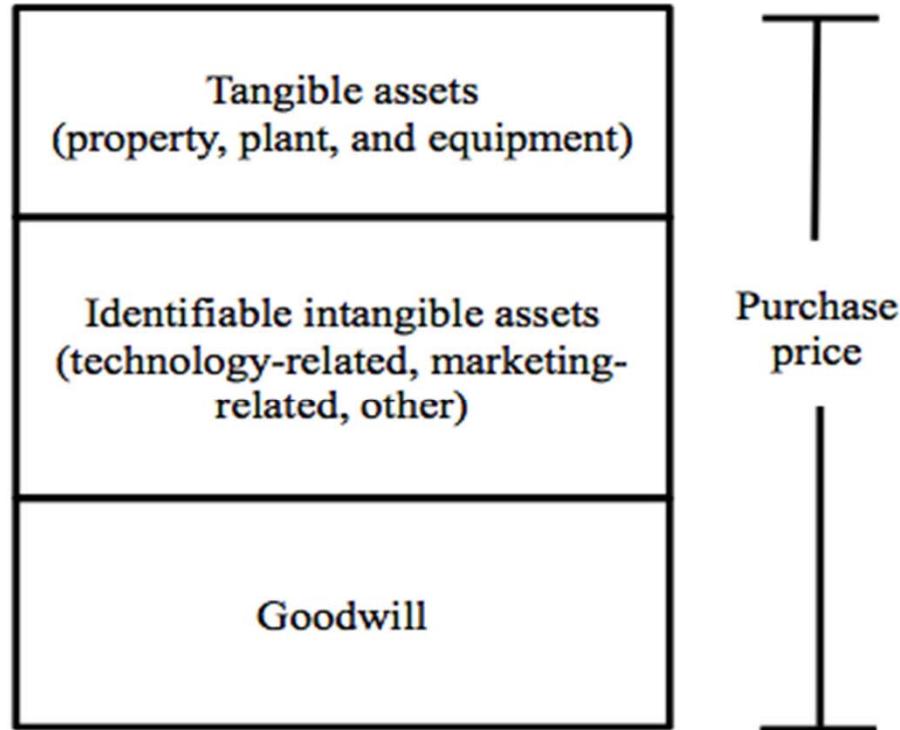
Figure 1: Intangible Capital, Cash Hoardings and Leverage



Note: Panel (a), (b) and (c) show intangible capital ratio relative to total (tangible) assets, cash-to-total (tangible) assets and net-debt-to-total (tangible) assets, respectively. The sample includes all Compustat firm-year observations from 1970 to 2010 with positive values for the book value of total assets and sales revenue for firms incorporated in the United States. Financial firms (SIC code 6000-6999) and utilities (SIC codes 4900-4999) are excluded from the sample, yielding a panel of 176,877 observations for 18,535 unique firms. Variable definitions are provided in the Appendix.

(2) Intangibles calculados a partir de inventario permanente de inversión y depreciación

Antonio Falato, Dalida Kadyrzhanova, and Jae W. Sim FRB, 2013-07

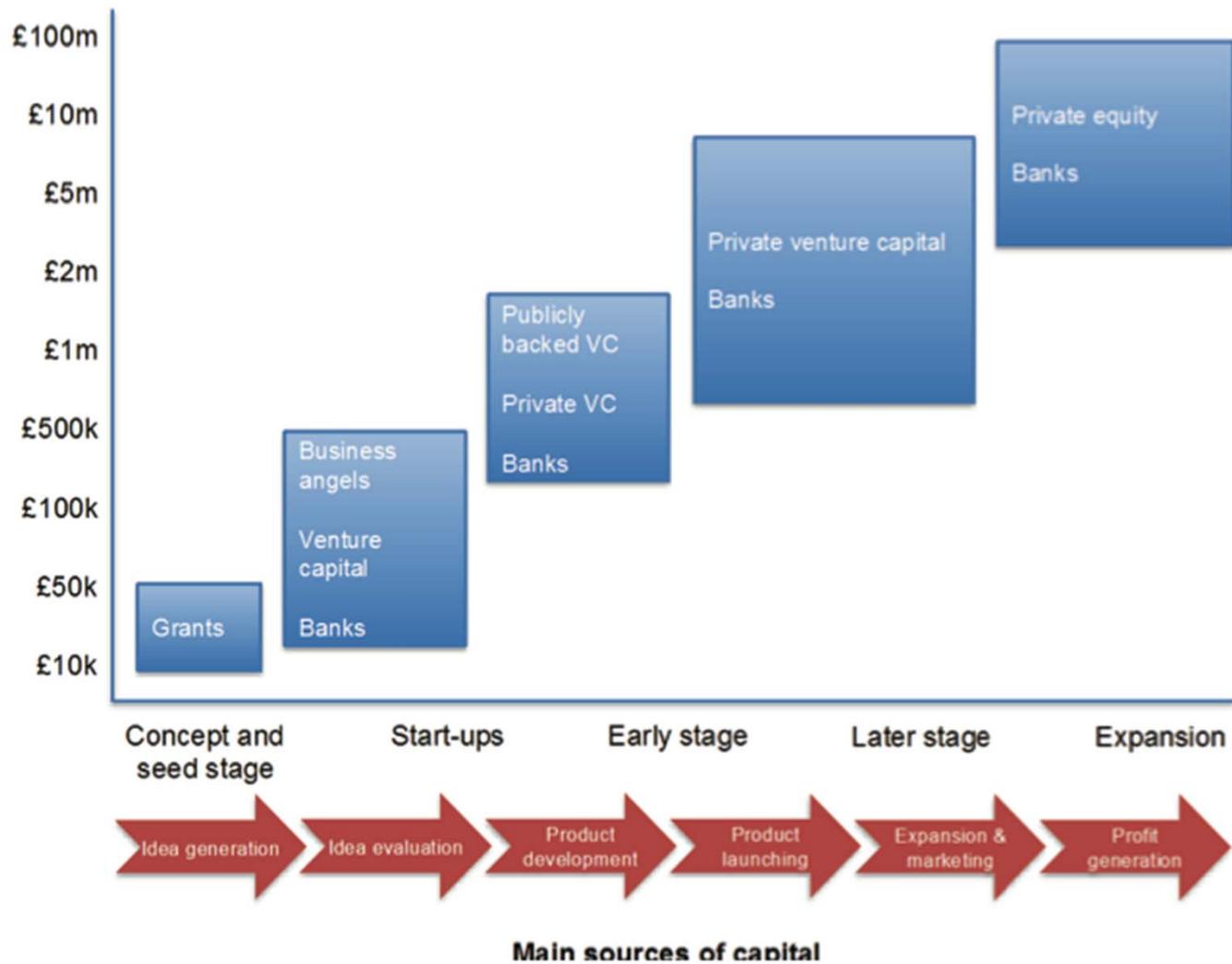


(3) Las normas contables requieren que en las compras de empresas se separe lo que se paga por intangibles concretos que se compran, de lo que corresponde a pago por fondo de comercio. Esta práctica puede ayudar a dar visibilidad a los intangibles y facilitar su financiación.

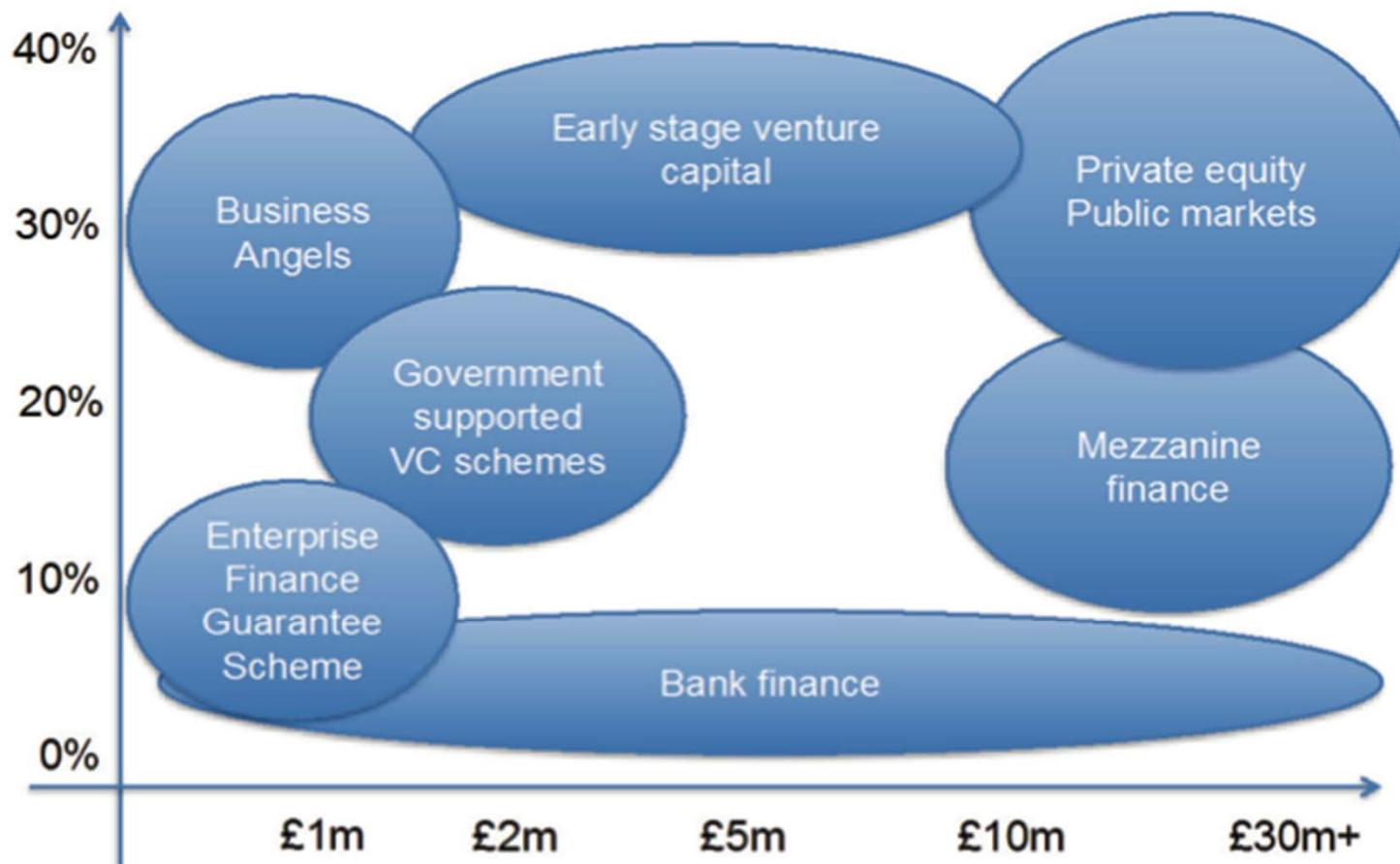
Financiación Intangibles



- **Perspectiva convencional:** La elevada dependencia de activos intangibles distorsiona la habilidad de las empresas para conseguir financiación en los mercados de crédito, debido a su baja movilidad de uso (alta especificidad), asimetrías de información en su valoración en uso, y bajo valor de liquidación.
- Ello limita la posibilidad de que los activos intangibles puedan usarse de forma efectiva como colateral y justifica la recomendación de que la financiación de intangibles se realice a través de fondos propios
- **Nueva perspectiva Micro:** Financiación, Inversión a partir de generación de cash flows y su apropiación. Recurso a la financiación a través de deuda y a la financiación bancaria.



Financiación bancaria presente en casi todas las etapas de desarrollo empresarial



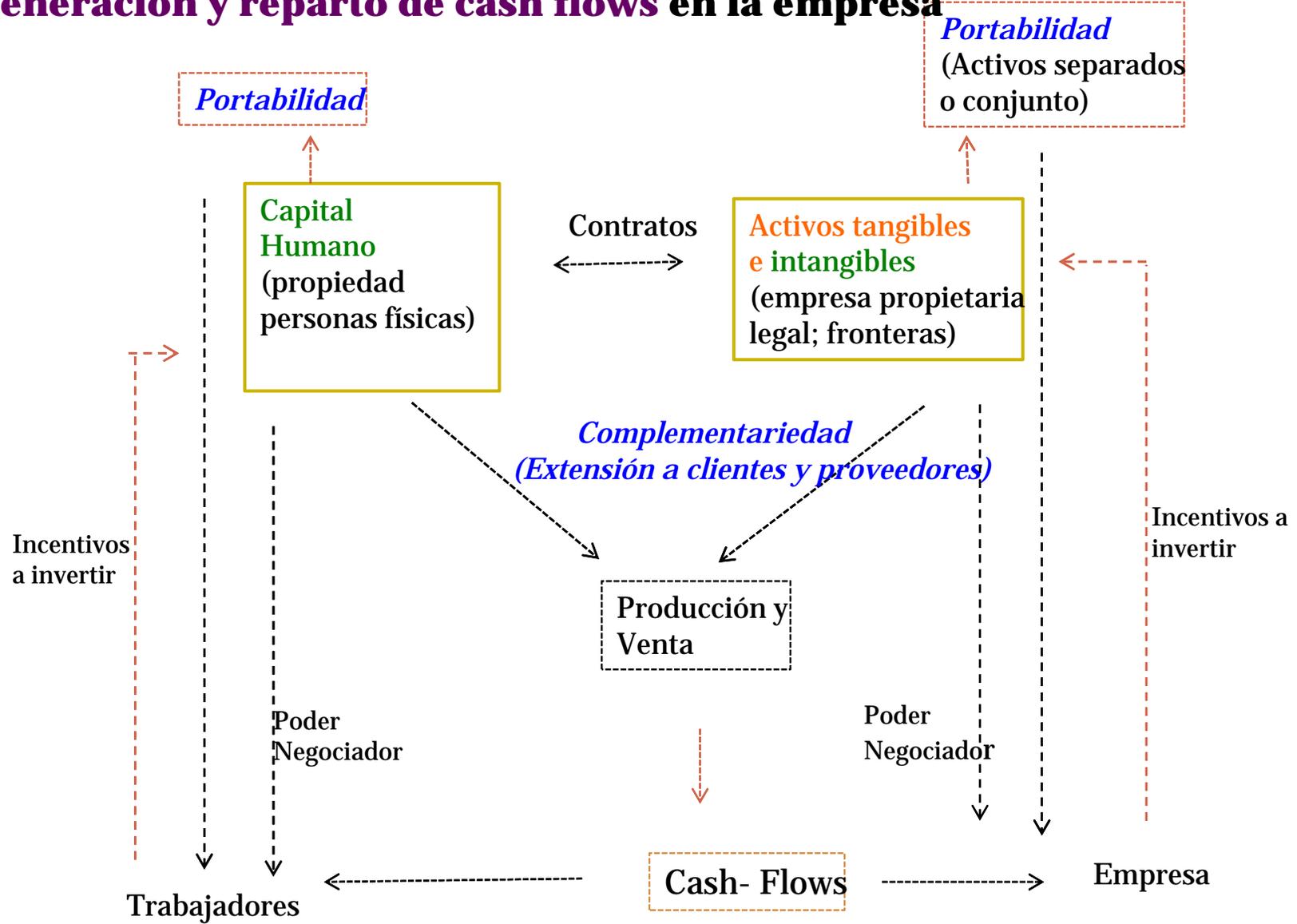
Coste efectivo de fuentes de financiación (eje vertical) y volumen de fondos típico que proporciona cada una. **Financiación bancaria menos costosa**
 BIS Econ Paper, 16.

Perspectiva micro: Valoración separada y conjunta de intangibles



- **Importancia del capital humano en el conjunto de intangibles y complementariedad con el resto de activos.**
- **Relevancia de las condiciones de apropiación de activos y de los cash flows generados. Costes enterrados**
- **Relevancia de la especificidad/portabilidad de los activos y del poder negociador de las distintas partes a la hora de asignar los cash flows.**

Generación y reparto de cash flows en la empresa



Condiciones financiación



- **CAPITAL HUMANO**
- **Alta portabilidad** (recursos humanos de uso general), favorece financiación del capital humano por los trabajadores (alto valor colateral). Ejemplo MBA
- **Baja portabilidad y bajo poder negociador** favorecen financiación por la empresa y/o financiación por trabajador con retribución en acciones y opciones de la empresa (reduce necesidad de caja en etapa inicial). Ejemplo Software específico
- Si la empresa financia deberá ser con fondos propios o deuda avalada por cash-flows (bajo valor colateral). ¿Participación financiera y/o representativa?
- **Alta complementariedad** con otros activos importante retener capital humano general; vincular trabajadores a través de participación en capital con restricciones a la venta de las participaciones.

Condiciones de financiación



- **CAPITAL NO HUMANO**
- **Activos tangibles con alta portabilidad** (baja especificidad), financiados por inversores financieros, deuda y fondos propios. Ejemplo maquinaria y equipos.
- **Activos intangibles visibles en el balance de la empresa, con alta portabilidad y con flujos de caja atribuibles**, financiación similar a los tangibles. Ejemplo derechos sobre propiedad intelectual, patentes, royalties, marcas, etc.
- **Activos intangibles invisibles, con baja portabilidad** (alta especificidad y complementariedad con capital humano), **con flujos de caja no atribuibles separadamente**, financiación a través de fondos propios. Cofinanciación por los trabajadores a través de retribución diferidas vinculadas a acciones de la empresa o similares.

Infraestructuras complementarias



- **Normas contables:** Información detallada sobre activos tangibles creados, adquiridos en fusión y adquisición o no, más allá de las inversiones realizadas en ellos (costes hundidos); cash flows esperados y apropiación. IFRS3
- **Mercados de activos basados en propiedad intelectual.** Colaboración de los registradores
- **Mercados de valores:** Mercados para dar liquidez a los títulos financieros contrapartida de la financiación de los trabajadores e inversores temporales (fondos de capital riesgo). Mercados para la titulización de activos ligados a propiedad intelectual.
- **Redes de seguridad públicas:** Enterprise Finance Guarantee, Business Finance Partnerships, Business Bank, Enterprise Investment Scheme
- **Herramientas de apoyo a la gestión** y valoración de activos intangibles para los gestores de las empresas. Patent Box

Conclusión



- **Importancia consolidada de activos intangibles en la empresa que ya existe; la empresa que queremos para España es la que ya se ha consolidado en otros países desarrollados (Estados Unidos) y a la que aspiran todos los países de nuestro entorno.**
- **La consolidación de intangibles se realiza en paralelo a una acumulación de tesorería (liquidez) y una reducción del endeudamiento por las empresas. Capacidad inmediata de actuación.**
- **Aunque se reconoce la regla general de que los fondos propios son la principal fuente de financiación de los activos intangibles, países como Reino Unido donde la financiación con deuda/bancaria es más importante que en Estados Unidos, hacen esfuerzos y toman iniciativas para impulsar la financiación de intangibles con instrumentos de deuda.**
- **Ello obliga a una perspectiva más micro micro en la identificación, gestión y valoración de intangibles, enfocada a reconocer condiciones de apropiación de los activos y de los cash flows generados, en detrimento de focalizar la atención en su valor como colateral.**

Bibliografía



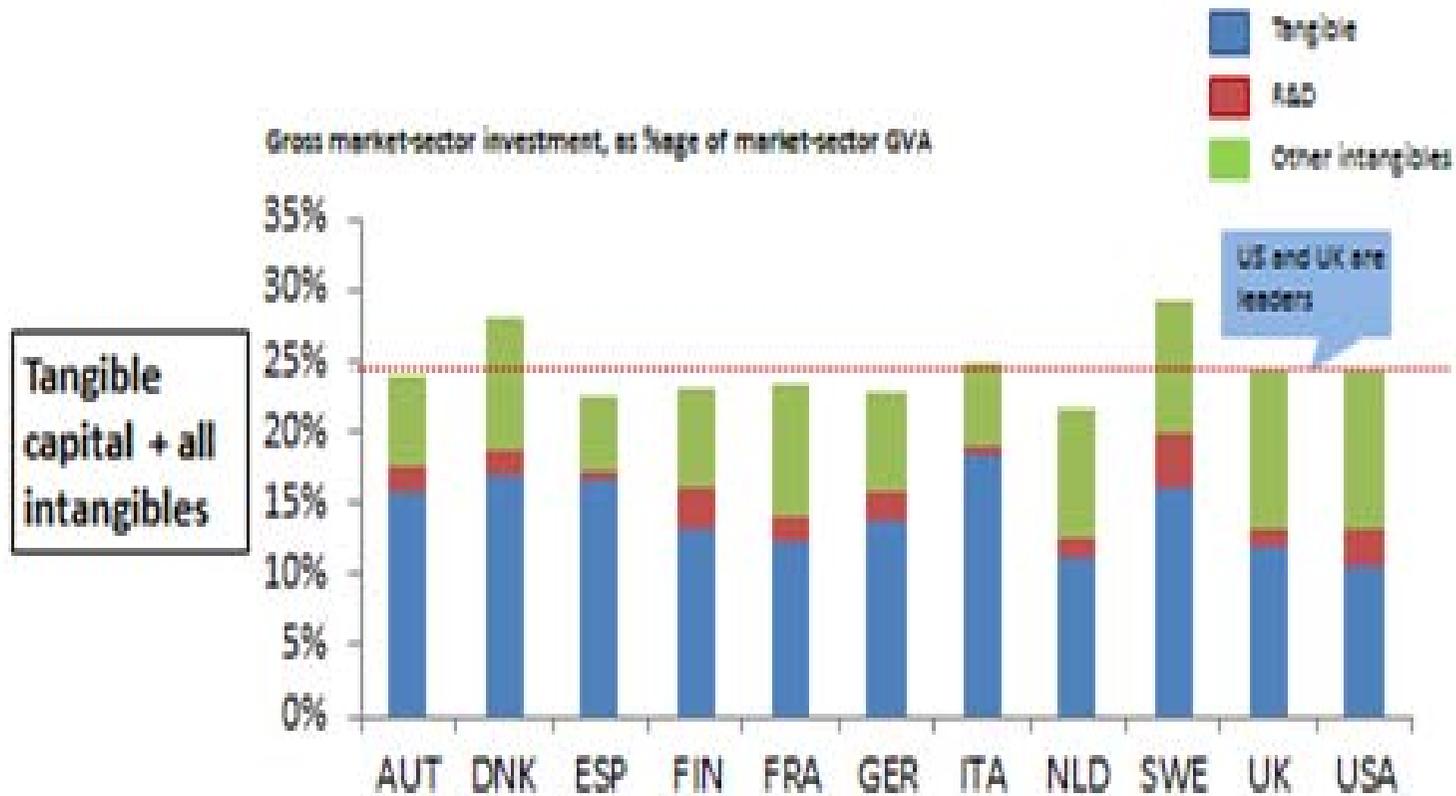
- Intellectual Property Office (2013) *Banking on IP? The role of intellectual property and intangible assets in facilitating business finance. Reino Unido.*
- *Rising Intangible Capital, Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut*, Antonio Falato, Dalida Kadyrzhanova, and Jae W. Sim FRB, 2013-07
- M. Loumioti (2012) The use of intangibles as loan collateral USC, Documento de trabajo.
- Lim, Steve C. and Macias, Antonio J. and Moeller, Thomas, Intangible Assets and Capital Structure (September 21, 2015). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2514551> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2514551>

Complementos



- **Algunos datos comparados de importancia de intangibles en España en comparación con otros países**

IMPORTANCIA INVERSIÓN EN INTANGIBLES



Source: *The Economist*, February 2014

**Cuadro 4.1 Participación de la inversión tangible e intangible en el VAB ampliado.
Sector privado. 1995 y 2007**

a) Peso de la inversión tangible sobre el VAB ampliado. Sector privado

	1995	2007	Variación 1995-2007 pp
España	15,7%	18,9%	3,1%
UE-15	15,5%	15,8%	0,3%
Países nórdicos ¹	17,3%	17,3%	-0,1%
EE. UU.	11,4%	10,0%	-1,4%
Francia	13,4%	16,2%	2,8%
Alemania	15,5%	14,3%	-1,2%
Italia	17,3%	18,9%	1,7%
Reino Unido	14,4%	12,1%	-2,3%

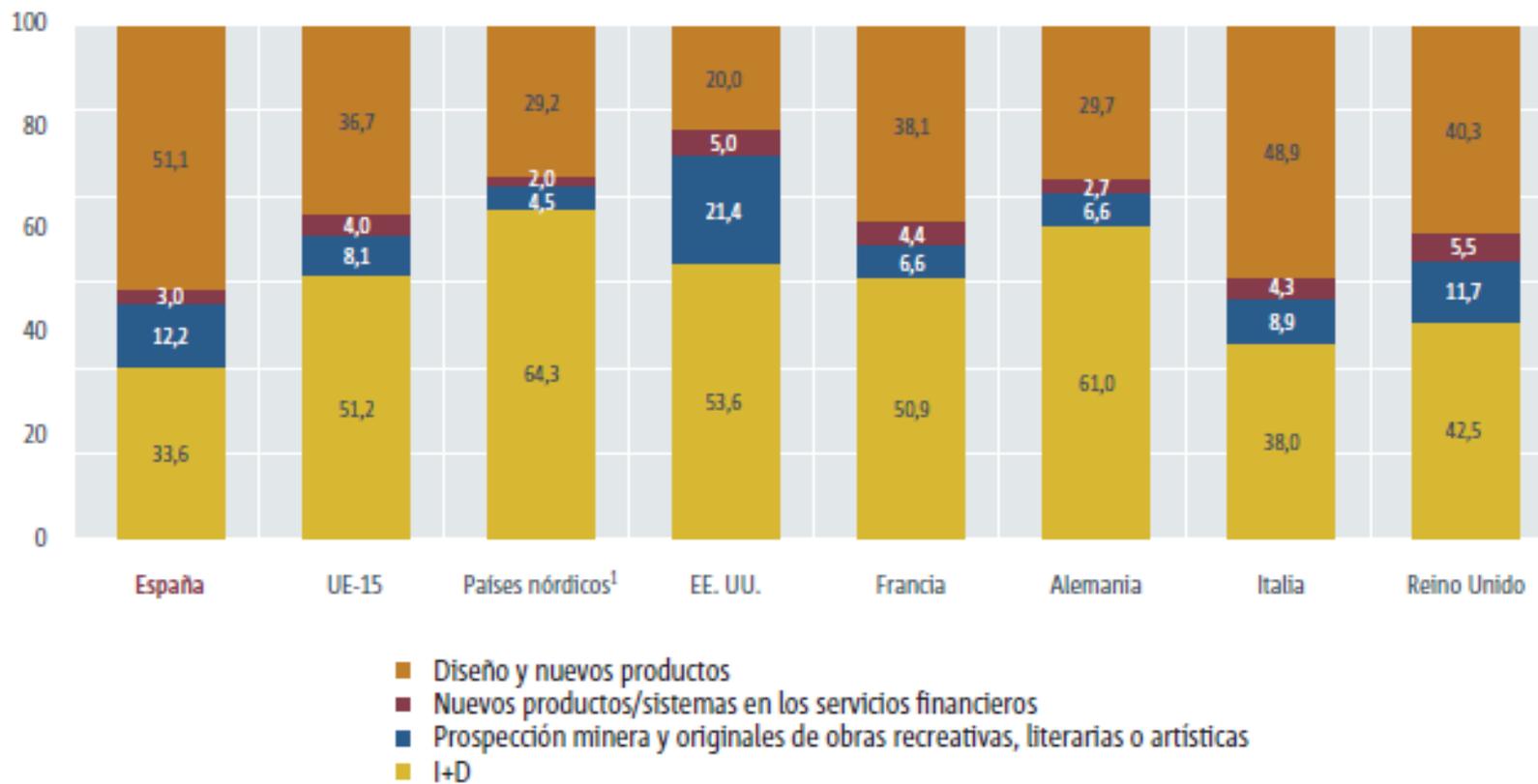
b) Peso de la inversión intangible sobre el VAB ampliado. Sector privado

	1995	2007	Variación 1995-2007 pp
España	5,4%	7,1%	1,7%
UE-15	8,4%	10,3%	1,9%
Países nórdicos ¹	10,1%	12,7%	2,7%
EE. UU.	12,0%	15,4%	3,4%
Francia	9,6%	12,9%	3,3%
Alemania	8,4%	9,5%	1,1%
Italia	6,0%	7,0%	1,0%
Reino Unido	11,0%	13,4%	2,4%

¹ Países nórdicos: Suecia, Finlandia y Dinamarca.

Fuente: EU KLEMS, Fundación BBVA-Ivie, INE, INTAN-Invest y elaboración propia.

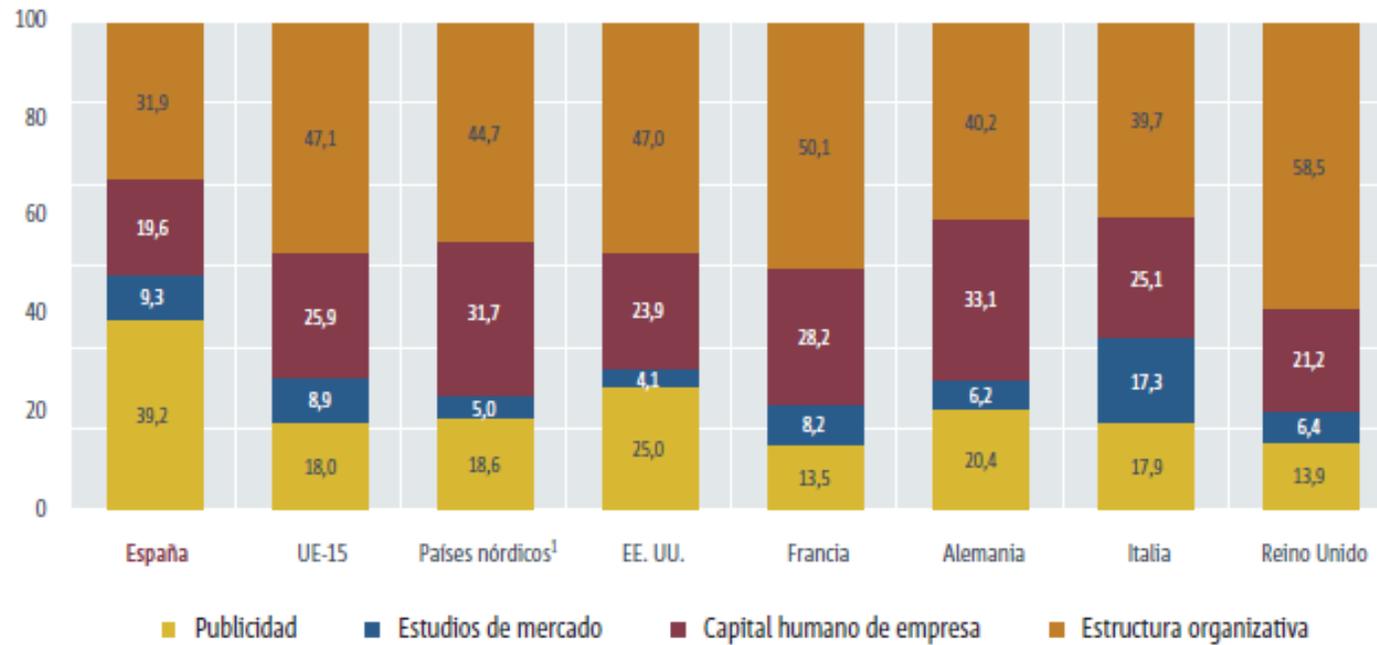
GRÁFICO 5.18. Composición de la inversión en *Propiedad de la innovación*. Comparación internacional, promedio 1995-2010 (porcentaje)



Source: IVIE-Fundación BBVA, 2013

Composición

GRÁFICO 5.19. Composición de la inversión en *Competencias económicas*. Comparación internacional, promedio 1995-2010 (porcentaje)



¹ Suecia, Finlandia y Dinamarca.

Fuente: EU KLEMS (2012), Fundación BBVA-Ivie (2013), INTAN-Invest (2013) y elaboración propia.

Source: IVIE-Fundación BBVA, 2013