

Análisis de las diferencias entre el valor contable y el valor de mercado de las sociedades cotizadas: especial referencia al reconocimiento y valoración de los activos intangibles

FACTORES QUE INCIDEN EN EL VALOR DE UNA EMPRESA

El presente trabajo, centrándose en el ámbito del análisis fundamental, trata de recoger las diferencias entre el valor contable de una sociedad cotizada y su valor de mercado o cotización, con especial referencia al reconocimiento y valoración de los activos intangibles, dentro del marco contable de las *Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)* emitidas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*⁽¹⁾. Éstas son de obligado cumplimiento, en el ámbito europeo, por todos los grupos de sociedades cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado o cuyos valores se ofrecen al público con vistas a su admisión a cotización en mercados regulados, así como aquellas que emitan otros activos en mercados organizados (por ejemplo: MEFF, AIAF).



JORGE PALLARÉS SANCHIDRIÁN*
INSPECTOR DE ENTIDADES DE CRÉDITO
DEL BANCO DE ESPAÑA.

Antes de realizar una incursión más profunda entre las diferencias y relaciones que existen entre el valor contable y el de mercado de una empresa, creo que es importante fijar los conceptos sobre los que vamos a trabajar. Esto permitirá comprender de manera más sencilla las diferencias que surgen entre ambos.

El *valor contable* de una sociedad es el valor de su activo neto o su patrimonio neto. Es decir, es igual a los activos totales menos los pasivos y los créditos de títulos con prioridad (acciones preferentes) sobre las acciones ordinarias. Desde el prisma de los fondos propios o patrimonio neto tenemos que la contabilidad se basa en la siguiente ecuación:

$$\text{ACTIVO} = \text{PASIVO} + \text{PATRIMONIO NETO}$$

Por ello el marco conceptual del IASB define Patrimonio Neto o Fondos Propios como la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidas todas sus obligaciones.

Por su parte el *valor de mercado* de una sociedad es el precio por el que cotizan sus acciones en un mercado organizado. Como todo bien negociado en un mercado

*Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

el precio es la intersección donde confluye la oferta con la demanda. El valor de mercado de las acciones de una empresa refleja las expectativas del mercado sobre la capacidad de la misma de generar beneficios y flujos de tesorería que remuneren al accionista y que incrementen el valor de la misma. Por lo que el precio de una acción será función de la generación actual y futura esperada de los beneficios, más la esperanza de vender esa acción a un precio superior al que se compró.

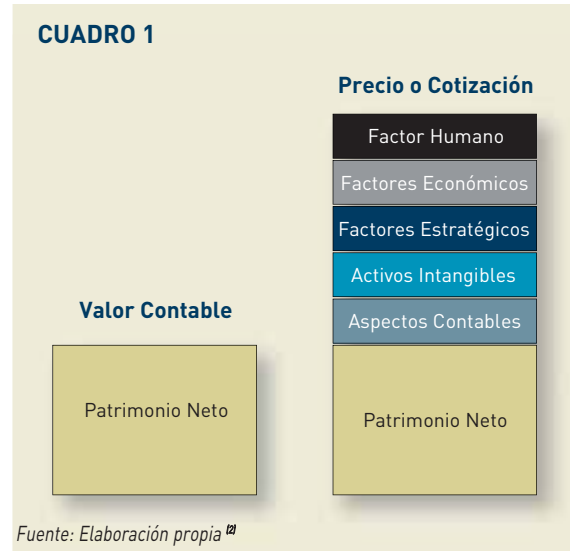
ANÁLISIS DE LAS DIFERENCIAS ENTRE VALOR CONTABLE Y VALOR DE MERCADO

Una vez definidos ambos conceptos, se empiezan a vislumbrar algunas de las diferencias más significativas entre los mismos incardinadas en el propio concepto que los define.

La principal diferencia entre los dos conceptos es que el valor contable de una sociedad es una magnitud estática que hace referencia al tamaño de la base de activos netos de la misma en un momento dado, mientras que el precio de sus títulos se basa fundamentalmente en la rentabilidad que generan dichos activos. Es, por tanto, una magnitud dinámica. A partir de esta diferencia principal se pueden argumentar una serie de factores tales como aspectos contables, reconocimiento de activos intangibles, factores estratégicos, factores económicos y el factor humano, tal y como se recoge en el **cuadro 1** y se explican más adelante de forma resumida.

ASPECTOS CONTABLES QUE INFLUYEN EN EL VALOR DE MERCADO

Entre los aspectos contables más reseñables, surgen diferencias entre los criterios contables de valoración (precio histórico, coste de reposición, métodos FIFO y LIFO) de algunas partidas, por ejemplo el inmovilizado material de la sociedad, y el valor que el mercado las otorga. La contabilidad no reconoce, en determinadas situa-



ciones, una serie de activos y pasivos que el mercado sí que puede incluir en sus valoraciones, tales como los activos y pasivos contingentes (ver *NIC 37 Provisiones, activos contingentes y pasivos contingentes*). En el balance pueden aparecer activos improductivos que no aportan ningún valor a la empresa. Debido a la falta de homogeneización de los criterios contables, los mercados financieros asumen más rápido la globalización e internacionalización de los grupos de sociedades que los reguladores contables. Aparecen diferencias derivadas de la velocidad de reconocimiento de los sucesos que afectan a una sociedad, el Balance muestra una situación más estática, de un momento de tiempo determinado, mientras que el precio asume incidencias de forma dinámica.

LA COTIZACIÓN Y EL RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS INTANGIBLES

Sería éste un aspecto contable más, pero he querido singularizarlo y tratarlo de forma separada en el siguiente apartado debido a su mayor relevancia respecto a los otros factores indicados.

FACTORES ESTRATÉGICOS Y VALOR DE MERCADO

La contabilidad no tiene en cuenta los posibles procesos de adquisiciones, fusiones, movimientos corporativos etc. Éste es un factor que el mercado, sin duda, descuenta a la hora de calcular el precio de una sociedad y que tendría que ver con la

parte del precio de una acción relacionada con la esperanza del comprador de vender sus acciones a un precio superior al de compra debido a la ocurrencia de alguno de estos procesos. Otros factores estratégicos pueden ser el posicionamiento de una sociedad en un determinado mercado, los planes de desarrollo que tenga la sociedad o los riesgos que asume y

que la contabilidad sólo reconoce como consecuencia de una combinación de negocios (fondo de comercio). Los movimientos corporativos, debido a la mayor actividad del capital riesgo, viven en estos tiempos una época dorada, lo que ha provocado que cualquier rumor afecte a los precios significativamente, dotando a los mercados de una alta volatilidad y “cortoplacismo” en las decisiones de compra-venta.

LOS FACTORES ECONÓMICOS Y EL PRECIO DE MERCADO

El mercado recoge en las cotizaciones cómo afectan a éstas, entre otros, movimientos en los tipos de interés, normalmente de forma inversamente proporcional al precio. En empresas muy endeudadas (aspecto corriente en esta época de apalancamientos enormes), dichas variaciones de los tipos tienen mucha incidencia y los mercados los descuentan antes que las cuentas de resultados de las sociedades, donde tienen reflejo en el momento del devengo de los intereses. Otro factor económico, generador de diferencias, es la regulación aplicable. En determinados sectores (eléctricos, energías renovables, transportes...) un cambio de regulación tiene una incidencia notable en el precio, no tanto en el valor contable al menos de manera inmediata.

EL FACTOR HUMANO EN LAS COTIZACIONES

Este punto recoge diferencias que pueden surgir por posibles errores humanos,

HERRAMIENTAS PARA EL ANÁLISIS

El ratio Precio / Valor contable

Este ratio mide la relación entre el precio de cotización de una empresa y el valor contable de la misma, o dicho de otra forma el número de veces que la cotización incluye al valor contable del patrimonio neto. Como todo ratio muestra una proporción que por sí sola no es muy útil para el análisis. En el análisis con ratios es importante la comparación. La comparación con el mismo ratio en momentos diferentes del tiempo, con empresas competidoras, con otros ratios comparables etc. Además es importante analizar no sólo la magnitud del ratio sino también la tendencia del mismo, que nos puede ofrecer una información muy valiosa a la hora de la toma de decisiones de inversión.

Es una opinión generalizada que la utilización de este ratio es más útil para empresas de sectores con activos muy significativos, tales como las empresas financieras con una alta proporción de activos monetarios.

El ratio precio-valor contable tiene una relación directa con dos magnitudes muy utilizadas en todo análisis bursátil: el PER y el ROE.

$$\text{Precio / Valor Contable} = \text{Precio} / B^0 \times B^0 / \text{Valor Contable} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

En el siguiente cuadro se recoge una evolución del ratio para algunas de las empresas de mayor capitalización del IBEX-35:

	1995	1996	2005	2006
Telefónica	1	1,5	3,84	3,85
Santander	1	1,1	1,95	2,21
BBVA	1,5	2,2	3,9	3,6
Iberdrola	1,05	1,37	2,21	2,83
Repsol	1,8	1,8	1,85	1,83
Banco Popular	2	2,2	2,51	3,02
Iberia	No cotiza	No cotiza	1,24	1,51
ACS	No cotiza	No cotiza	3,64	4,63
Gas Natural	-	-	1,8	2,2
Sacyr Vallehermoso	No cotiza	No cotiza	2,75	4,25
Inditex	No cotiza	No cotiza	5,91	7,35

Fuente: Elaboración propia

Lo más relevante del cuadro es la evolución creciente que ha tenido el ratio en todas las empresas, sobre todo, en el ejercicio 2006. El precio de estas empresas nos indicaría que en la actualidad el mercado está asignando unas perspectivas de crecimiento a dichas empresas superiores a las que les atribuía en el pasado.

Del estudio "Determinantes de la relación entre el precio y el valor contable de las acciones" [García Ayuso y Rueda 2002] los autores concluyen que existe una relación positiva y robusta entre los valores contemporáneos del ratio y la rentabilidad financiera de las empresas. Lo que sugiere que el mercado refleja en los precios alguna información, no incorporada a las cifras contables, acerca de la rentabilidad financiera futura. Además confirman que existe una relación positiva del ratio con el crecimiento futuro de los recursos propios, y negativa con respecto al riesgo medido por el coeficiente beta del modelo de mercado. ▀

tanto en la elaboración de los estados contables, como en la determinación del valor de mercado de las acciones. Por otro lado, en las decisiones de inversión tienen una gran influencia aspectos psicológicos de los inversores. En este sentido, Alan Greenspan, en su último libro, resta valor a los modelos predictivos porque ningún modelo por sofisticado que sea recoge las características innatas del comportamiento humano – ¿qué provoca el miedo? ¿y el entusiasmo?– que al final son determinantes para el comportamiento de los mercados.

ESPECIAL REFERENCIA AL RECONOCIMIENTO Y VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES

Para algunos autores la existencia de activos intangibles no reconocidos en el Balance de una sociedad explica por sí sola la diferencia entre el valor contable y el valor de mercado de la misma. En el apartado anterior se han descrito otra serie de razones que marcan dicha diferencia, por lo que ésta no se puede atribuir exclusivamente a los activos intangibles no reconocidos. A este respecto, la NIC 38 corrobora lo expuesto en el apartado anterior y es tajante cuando en el párrafo 50 indica:

“Las diferencias existentes, en un momento determinado, entre el valor de mercado de la entidad y el importe en los libros de sus activos netos identificables, pueden captar una amplia variedad de factores que afectan al valor de la entidad en su conjunto. Sin embargo, no se puede considerar que estas diferencias representen el costo de activos intangibles controlados por la entidad”.

RECONOCIMIENTO INICIAL

Para que una partida pueda reconocerse como activo intangible deben cumplirse tanto unos requisitos inherentes a la definición de activo del marco conceptual del IASB, como los que se exigen para su reconocimiento en el balance.

En primer lugar, como todo activo, se-

gún el párrafo 8 de la NIC 38, es un recurso controlado por la empresa como consecuencia de sucesos pasados y del que se espera obtener, en el futuro, beneficios económicos.

Además, dado su carácter de activo debe cumplir con el requisito de la **identificabilidad**. Esto es:

1. Debe ser separable, ser susceptible de ser separado, o escindido de la entidad y vendido, cedido, dado en operación, arrendado o intercambiado, ya sea individualmente o junto con el contrato, activo o pasivo, con los que guarde relación.

2. Debe surgir de derechos contractuales o de otros derechos legales, con independencia de que esos derechos sean transferibles o separables de la entidad o de otros derechos u obligaciones.

En segundo lugar para reconocer un activo intangible en el balance se exige que sea probable que los beneficios económicos futuros que se han atribuido al mismo fluyan a la entidad y que el costo del activo pueda ser medido con la fiabilidad suficiente.

Así pues, un activo intangible se puede definir como un activo identificable, de carácter no monetario y sin apariencia física.

Existen algunas partidas que, si bien tendrían cabida dentro de la definición de activo, no cumplen con los requisitos exigidos para su reconocimiento en el balance. Partidas tales como: marcas, gastos de investigación, capital intelectual⁽⁴⁾, que no se pueden reconocer en el balance porque no es posible medir con fiabilidad, ni identificar separadamente los beneficios económicos, que, sin duda, reportan a las sociedades. Estas partidas en la mayoría de las ocasiones no se pueden vender separadamente y su continuidad depende de la marcha de la empresa. Algunos de los casos más oportunos en este sentido son los de Inditex y Telepizza que presentan un ratio Precio / Valor Contable elevado en comparación con el de otras empresas. Ambos grupos de sociedades cuentan con marcas (Zara y Telepizza) que tienen una gran pe-



netración y aceptación en el mercado pero no tienen reconocimiento contable en el balance, de ahí la significativa diferencia entre precio y valor contable.

VALORACIÓN INICIAL DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES

El principio general es que, según el párrafo 24 de la norma, un activo intangible se valorará inicialmente por su coste. Existen tres maneras de que un activo intangible se reconozca en el balance de una entidad: como **adquisición independiente, generado internamente o procedente de una combinación de negocios**.

Para el primer caso está la adquisición a terceros donde el precio de coste recoge el precio de adquisición incluidos impuestos indirectos y costes directamente atribuibles. Otra forma es la adquisición mediante permuta, en la cual el activo recibido se valorará a su valor razonable⁽⁴⁾. Caso de que la operación no tenga sustancia comercial o no pueda medirse el

valor razonable de forma fiable se reconocerá por el importe en libros del activo o activos entregados. En el caso de adquisición mediante una subvención oficial existen dos alternativas: el activo adquirido se valorará por su valor razonable, o por un valor simbólico más los costes atribuibles a la preparación del activo para su uso.

La valoración inicial de los activos generados internamente está sujeta al cumplimiento de los requisitos comentados anteriormente para su reconocimiento en el balance.

La NIC 38 sólo permite la activación de los costes de la fase de desarrollo en los términos de los párrafos 65 a 67. Los costes de la fase de investigación que la norma no permite activarlos, en determinadas empresas es una causa obvia de la

Para reconocer un activo intangible en el balance se exige que sea probable que los beneficios económicos futuros que se han atribuido al mismo fluyan a la entidad y que el costo del activo pueda ser medido con la fiabilidad suficiente

diferencia entre el precio y el valor contable. Este coste generado internamente será la suma de los desembolsos efectuados desde el momento en que ese elemento cumple las condiciones para su reconocimiento como activo en la fase de desarro-

La propuesta de la normativa del IASB referente a los activos intangibles, además de los modelos de revalorización, presenta una novedad relevante respecto a la actual normativa española y es el reconocimiento de los activos intangibles con vida útil indefinida. Aquellos cuyo patrón esperado de beneficios económicos futuros se entiende que se extenderá por un periodo indefinido de tiempo

llo más los costes atribuibles necesariamente para que el activo pueda operar en la forma prevista por la dirección.

En cualquier caso la norma permite la activación como parte del coste de los gastos financieros, cumpliendo los requisitos de la *NIC 23 Costes por intereses*.

Un activo intangible surgido como consecuencia de una combinación de negocios se valorará por su valor razonable. La norma dispone que la única circunstancia en la que no se podrá medir de forma fiable el valor razonable sea cuando el activo intangible surja de derechos contractuales y además no sea separable o no exista un mercado activo que facilite la medición. Hay que diferenciar a los posibles activos intangibles que surjan de la combinación de negocios del fondo de comercio que la empresa compradora pueda estar pagando en dicha operación y que es la parte residual del exceso del precio de compra sobre los activos y pasivos identificables y no imputables a otras partidas. La generación de activos intangibles como consecuencia de una combinación de negocios permite aflorar partidas que de otra manera no tendrían reflejo en el balance, tales como los *core deposit intangible assets*⁽⁶⁾.

VALORACIÓN POSTERIOR

Una vez que el activo intangible ha sido reconocido en el balance, la entidad puede optar por elegir como política contable a aplicar al mismo el modelo de coste o el modelo de revalorización que se recogen en los párrafos 72 a 87 de la *NIC 38*. Eso sí, la norma impone como condición que, una vez decidido el modelo a utilizar, éste será el elegido para la contabilización de todos esos activos, salvo que no exista un mercado activo para esa clase de activos. La norma, debido a las dificultades para calcular el valor razonable por falta de mercados activos, prevé la posibilidad de utilizar técnicas alternativas de valoración. Tanto si se elige el modelo de coste como de revalorización, el activo debe seguir un proceso de amortización en función de su vida útil.

ACTIVOS INTANGIBLES DE VIDA ÚTIL INDEFINIDA

La propuesta de la normativa del IASB referente a los activos intangibles, además de los modelos de revalorización, presenta una novedad relevante respecto a la actual normativa española (*Plan General de Contabilidad*) y es el reconocimiento de los activos intangibles con vida útil indefinida. Son aquellos que cumplen con los requisitos para su reconocimiento, pero cuyo patrón esperado de beneficios económicos futuros se entiende que se extenderá por un periodo indefinido de tiempo a lo largo de la existencia de la empresa. Estos activos al no tener una vida útil definida no se amortizan y, por el contrario, se someten a un proceso o test de deterioro de valor en los términos de la *NIC 36 Deterioro del valor de los activos*.

CONCLUSIONES

- La diferencia entre el valor contable de una empresa y el valor que el mercado le otorga a las acciones de la misma, está explicado por múltiples factores. En cada empresa, estos factores inciden de distinta manera y con distinta capacidad, en función de su estructura y características.
- El factor de mayor relevancia, que no el único, son los activos intangibles no reconocidos en el balance, en especial las marcas y el capital intelectual. El mercado a la hora de asignar un precio a una

empresa tiene en cuenta estas partidas que las normas contables, hasta la fecha, no permiten reconocer.

- El ratio Precio / Valor contable es una buena herramienta para el análisis en las decisiones de inversión. Esta herramienta utilizada junto con otros indicadores proporciona una información relativamente estable e intuitiva que, en mi opinión, es valiosa a la hora de comparar entre distintas empresas de un mismo sector para las estrategias a largo plazo.

NOTAS

- (1) Las *Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)*, en su conjunto, comprenden:
 - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
 - Normas Internacionales de Contabilidad (NIC).
 - Las interpretaciones de las normas originadas por el International Financial Reporting Committee (IFRIC) o por el extinguido Standing Interpretations Comité (SIC).
- (2) El grado de incidencia que cada uno de estos factores tiene, dependerá de las características de la sociedad a analizar. Gráficamente el cuadro asume impactos equitativos de cada uno de estos factores, pero habría que singularizarlos a cada caso en concreto, variando el tamaño del impacto de los diferentes factores, de forma gráfica, en el cuadro que resultara.
- (3) Existen múltiples definiciones de lo que es el capital intelectual. Se puede entender que es el conjunto de conocimientos, habilidades, procesos e información que posee la empresa y su personal, relativos a la tecnología, a los mercados y a su situación interna [Pérez-Carballo, 2001. 64].
- (4) Valor razonable de un activo es el importe por el cual podría ser intercambiado un activo entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua (párrafo 8 de la *NIC 38*).
- (5) Son activos que surgen debido a que la entidad adquirente se hace con fuentes de financiación (pasivos) de coste inferior a las suyas por motivo de la adquisición. El *FASB* permite, atendiendo al párrafo 39 del *Statement n° 142, Goodwill and other intangible assets* (announce 141) la contabilización de estos "ahorros de costes" como activo de forma separada al fondo de comercio en una combinación de negocios. ▀