

# VALORACION DE LA MARCA

**JOSÉ LUIS OLIVERA GARCÍA**

Profesor de Finanzas de Empresa. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de la República  
Profesor de Finanzas de Empresa en cursos de grado,  
Universidad de Montevideo, y en Programas de Postgrado, IEEM  
Coordinador de la carrera de Contador Público,  
Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas. Universidad de Montevideo

## SUMARIO:

I. INTRODUCCIÓN. II. LA MARCA Y EL CAPITAL INTELECTUAL. III. VALORES CONTABLES Y VALORES DE MERCADO. IV. CONSIDERACIONES SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN. A) Métodos basados en el balance (valor patrimonial). B) Métodos basados en los rendimientos futuros. C) Métodos relativos o basados en múltiplos. D) Métodos mixtos o basados en el valor llave. E) Métodos basados en el descuento de flujos de fondos. V. APLICACIÓN DE LOS DISTINTOS MÉTODOS A LA VALORACIÓN DE LA MARCA. A) Métodos que comparan el valor de mercado de las acciones de una empresa con su valor de libros. B) Métodos que consideran el valor de reposición de la marca. C) Métodos que comparan el valor de una empresa con marca y el valor de una sin marca. 1. Valor presente del mayor precio pagado por el producto con marca. 2. Valor presente del mayor valor debido al producto con marca. 3. Valor presente del mayor valor debido al producto con marca menos gastos e inversiones diferenciales. VI. CONCLUSIONES

## I. INTRODUCCIÓN

**E**l tema de valoración de las marcas ha ocupado desde hace un tiempo el tratamiento en los ámbitos económico-financieros y se ha trasladado frecuentemente al área jurídica cuando se ha requerido realizar transacciones o dirimir controversias vinculadas a las marcas.

En el presente trabajo nuestra intención es presentar las distintas posiciones que se han desarrollado sobre el tema tanto en la teoría como en su aplicación práctica, tratando de determinar aproximaciones razonables a la valoración de las marcas que poseen las empresas.

Los estudios realizados hasta el presente señalan la dificultad de poder separar claramente el valor de la marca dentro de lo que se ha dado en llamar "el valor del capital intelectual" de la empresa.

No obstante, apoyados en la metodología empleada para la valoración de las empresas, se han desarrollado diversos enfoques que permiten estimar con mayor o menor grado de confiabilidad el valor de una marca.

Comenzaremos nuestro trabajo comentando los conceptos de marca y de capital intelectual, mostrando la interrelación que existe entre ellos y los efectos que esta situación genera en la valoración en forma independiente de ambos conceptos. Veremos en este sentido las limitaciones que presenta la contabilidad financiera tradicional para suministrarnos elementos que apoyen nuestro análisis.

Posteriormente, y dado que los criterios que se emplean para la valoración de las marcas provienen de la metodología utilizada en el área de finanzas para la valoración de empresas, presentaremos cuáles son los distintos métodos desarrollados, estableciendo los aspectos favorables y desfavorables de cada uno y destacando aquellos que parecen más adecuados para hallar el valor de la empresa.

Finalmente veremos en forma específica cuáles son los métodos que se pueden emplear para la valoración de las marcas, y cuáles son entre ellos los que gozan de mayor aceptación.

Pese al grado de avance que la teoría financiera ha tenido sobre este tema en los últimos tiempos conviene señalar que la mayoría de las aproximaciones desarrolladas siguen presentando algunas limitaciones que obligarán a profundizar de futuro los estudios en esta materia.

## II. LA MARCA Y EL CAPITAL INTELECTUAL

*"Se entiende por marca todo signo con aptitud para distinguir los productos o servicios de una persona física o jurídica de los de otra."* (Artículo 1° Ley 17.011).

La definición de marca establecida por la normativa legal es clara y concreta. Estaremos enfrentados a la presencia de una marca toda vez que existan signos asociados a nuestros productos o servicios que permitan diferenciarlos de los de nuestros competidores.

Desde una visión más cuantitativa, podemos pensar en la marca como un valor adicional de un producto respecto a los productos competidores, que se refleja en mayores volúmenes de venta o mejores márgenes que los que obtendría en el caso de carecer de marca.

Para el profesor David Aaker<sup>1</sup> el valor de una marca *"...constituye un grupo de fortalezas o activos como el reconocimiento de la marca, la lealtad de clientes, la calidad percibida y asociaciones ..... que se vinculan a la marca (su nombre y su símbolo) e incorporan (o disminuyen) valor al producto o servicio ofrecido"*.

No obstante, en la actividad normal de las empresas es a veces difícil separar en términos económicos el valor de una marca de otros recursos intangibles que posee la empresa y que componen el denominado capital intelectual. Asimismo, tampoco es unánime la posición de los distintos autores respecto a los límites precisos entre los componentes de este capital intelectual.

Si nos guiamos por lo que proponen los autores L. Edvinsson y M. Malone<sup>2</sup>, el concepto de capital intelectual se asocia al estudio de las raíces del valor de la empresa, es decir a una serie de factores dinámicos de naturaleza intangible que no surgen específicamente de la información financiera que brinda la contabilidad. Estos autores plantean que el capital intelectual se conforma por el capital humano y el capital estructural.

El capital humano lo definen como la combinación de conocimientos, habilidades, inventiva y capacidad que poseen los empleados individuales de la empresa para llevar a cabo sus tareas. Este capital es más volátil y no se puede negociar, ya que la empresa no es propietaria del mismo.

Por su parte, el otro componente del capital intelectual, el capital estructural, es definido como el conjunto de equipos, programas, bases de datos, estructura organizacional, patentes, marcas de fábrica y en general todo lo que forma parte de la capacidad organizacional de la empresa. Este capital incluye asimismo el llamado capital clientela, o sea las relaciones desarrolladas con los clientes. El capital estructural tiene características de mayor estabilidad, puede ser propiedad de la empresa y por tanto se puede negociar.

Según Edvinsson y Malone es función de la dirección de la empresa transformar el capital humano en capital estructural para agregar vigor en la organización.

Por consiguiente, podemos concluir que en toda empresa encontraremos además de los activos tangibles (cuentas a cobrar, stocks de mercaderías, edificios, maquinarias, etc.) una serie de activos intangibles que representan su capital intelectual. Una parte de estos activos intangibles corresponden a sus marcas.

En las siguientes secciones de este trabajo desarrollaremos los distintos planteos que se han realizado buscando asignarle valores a las marcas y otros activos intangibles. En la medida que los valores que se obtengan estén sustentados en criterios razonables y adecuados, los agentes económicos podrán disponer de una referencia clara para una eficiente asignación de sus recursos así como para fijar un precio en una negociación concreta.

## III. VALORES CONTABLES Y VALORES DE MERCADO

Cuando iniciamos nuestra búsqueda de elementos para determinar el valor del capital intelectual, de sus distintos componentes y en particular de las marcas, nuestra primera referencia es la información contable de la empresa. Nuestra pregunta ante esta situación será ¿puede la contabilidad tradicional de la empresa suministrar los valores que necesitamos?

<sup>1</sup> D. Aaker. Gestión del valor de la marca. Capitalizar el valor de la marca, Ediciones Díaz de Santos S.A., Madrid, 1994.

<sup>2</sup> L. Edvinsson - M. Malone. El Capital Intelectual, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 1999.

Para responder a esta interrogante debemos tener presentes los principios que rigen la elaboración de la información contable<sup>3</sup>. Entre ellos cabe mencionar:

- Principio de prudencia: que permite contabilizar únicamente los beneficios realizados en el ejercicio económico, en tanto los riesgos previsible y las pérdidas eventuales deben ser contabilizados tan pronto sean conocidos
- Principio de correlación de ingresos y gastos: que establece que el resultado de un ejercicio estará constituido por los ingresos de dicho período menos los gastos del mismo realizados para la obtención de aquéllos
- Principio del precio de adquisición: según el cual como norma general, todos los bienes y derechos se contabilizarán por su precio de adquisición o costo de producción. Las rectificaciones a este principio se autorizarán sólo por excepción.

Estos principios llevan a que la contabilidad se limite a registrar solamente las transacciones u operaciones que se han efectuado y a los valores que las mismas se han concretado, sin considerar cómo inciden estas acciones en el valor de la empresa. Esta situación lleva, en forma permanente, a una distorsión entre los valores contables de la empresa y sus valores de mercado. En especial, salvo contadas excepciones, la contabilidad no refleja los valores de los activos intangibles.

Dada la mecánica que aplica la contabilidad solamente hallaremos en los registros contables el valor de una marca, por citar un caso, si existió una transacción por la cual dicha marca fue adquirida. Además en el caso de que así fuera, el valor que presentará la marca será el de su precio de adquisición el cual no tiene por qué coincidir con lo que el mercado estaría dispuesto a pagar por ella en ese momento.

Todos estos factores han llevado a que la mayoría de los autores que abordan estos temas reconozcan que la contabilidad tradicional resulta inadecuada para reflejar la creación de valor en las empresas. En este sentido vale destacar la profundidad de los trabajos presentados a la última Conferencia Interamericana de Contabilidad celebrada el año pasado en nuestro país<sup>4</sup>.

Ante la ausencia de soluciones contables, el problema se ha trasladado al área de Finanzas, la que ha procurado proveer de una metodología que nos permita calcular el valor que se le asigne a cada uno de los componentes del capital estructural y en particular a las marcas.

Los estudios teóricos y sus posteriores aplicaciones en el campo real han planteado distintos enfoques que se apoyan en los procedimientos que se emplean para valorar a las empresas. Por consiguiente, desarrollaremos a continuación los métodos de valoración de empresas comúnmente empleados, para pasar luego a analizar el tratamiento particular para valorar los activos intangibles.

## IV. CONSIDERACIONES SOBRE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

El desarrollo de métodos aplicados al cálculo del valor de la empresa en su conjunto, así como de sus distintas divisiones, ha tenido su evolución en el tiempo comenzando por enfoques más simples y estáticos y evolucionando hacia desarrollos más dinámicos y complejos.

Veremos a continuación de una manera resumida cuáles han sido las principales metodologías utilizadas para la valoración de empresas.

### A) Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Estos métodos se apoyan en la información contable y establecen que el valor de la empresa corresponderá al que surge del valor de su patrimonio o recursos propios a partir de su balance.

Si adoptamos una aproximación contable del patrimonio, su valor surge del balance o estado de situación patrimonial que es uno de los estados financieros que resume y clasifica la información contable de la empresa. El balance muestra a una determinada fecha el valor contable del activo (bienes y derechos), del pasivo (obligaciones) y del patrimonio (recursos aportados por los propietarios), siendo este último la diferencia entre el activo y el pasivo.

<sup>3</sup> F. Pereira, E. Ballarín, J. M. Rosanas y J. C. Vázquez-Dodero. Contabilidad para dirección, Ediciones Universidad de Navarra S.A., Pamplona, 2000.

<sup>4</sup> Ver sobre este tema los trabajos presentados en la XXIV Conferencia Interamericana de Contabilidad, Uruguay, 2001 sobre el tema Capital Intelectual: C. Amaral, N. Mendiburu y B. Cili, «El Capital Intelectual. Análisis crítico en el marco de las nuevas necesidades de información para los usuarios de información financiera».

R. Vázquez y c. Bongianino, «Los Intangibles y la Información Contable».

M. Biondi, «Insuficiencia de la Teoría Contable Normativa ante la demanda de información de los mercados financieros. Los Recursos Humanos y el Capital Intelectual».

Su planteo sería el siguiente:

$$\text{Patrimonio} = \text{Activo} - \text{Pasivo}$$

Sin lugar a dudas la aplicación de este criterio como forma de valorar una empresa presenta la ventaja de su sencillez de cálculo, pero es normalmente criticado por ser una visión estática, de empresa en liquidación, que no considera la evolución futura de los negocios.

Otro aspecto que se cuestiona en la utilización de este valor contable, y que ya fuera mencionado anteriormente, es que al regirse la contabilidad por principios contables generalmente aceptados, entre los cuales el principio de prudencia es fundamental, los valores contables difieren en la mayoría de los casos de los valores de mercado.

Por consiguiente, el método de apoyarse en los valores contables no resulta muy idóneo para reflejar el real valor de una empresa.

Procurando evitar esta última limitación se ha propuesto utilizar el **valor contable del patrimonio ajustado a valores de mercado** para estimar el valor de la empresa. Esta metodología consiste en reformular el balance sustituyendo los valores contables de los activos y pasivos por el valor a que se comercializan (compran o venden) en el mercado.

Es un criterio que considera especialmente el valor de reposición de las distintas partidas en su mismo estado actual y no un valor de liquidación por cese de actividades.

La diferencia entre los activos y pasivos ajustados a valores de mercado es el valor del patrimonio ajustado a valores de mercado.

Este criterio, si bien corrige la limitación que presentan los valores contables en cuanto a su alejamiento de los precios de mercado, mantiene las otras observaciones antes mencionadas. Al ser un enfoque estático, no considera la generación de recursos que provendrá de la actividad futura de la empresa, lo cual incide sin duda en la apreciación de la misma. Dos empresas con idénticos valores de mercado de sus activos y pasivos, pero que comercialicen productos con distinto potencial de crecimiento de sus ventas y beneficios tendrán sin duda valores patrimoniales distintos. Pensemos tan sólo si un inversor pagaría el mismo precio por las acciones de estas dos empresas.

Por consiguiente las limitaciones anteriormente expuestas reducen la validez de estos métodos.

## B) Métodos basados en los rendimientos futuros

Ante las críticas recibidas por los métodos que utilizan el valor patrimonial (contable o de mercado) para calcular el valor de una empresa, han surgido otros métodos cuyo enfoque se concentra en las proyecciones que se realicen de la generación futura de recursos.

Estos métodos trabajan con las proyecciones futuras de los beneficios o de los dividendos y las descuentan considerando el concepto de valor tiempo del dinero.

Supongamos por ejemplo que queremos aplicar el método de descuento de los dividendos y que nos encontramos ante una empresa que proyecta distribuir todos los años un dividendo de 1 millón de unidades monetarias. Estos dividendos son la parte de los beneficios que se entregan efectivamente al accionista y que constituyen según este criterio la forma de estimar el valor que tiene la empresa.

Como los dividendos se irán percibiendo en distintos momentos en el futuro, ellos tienen hoy un valor distinto para el accionista. Evidentemente, tendrán mayor valor aquellos dividendos que estén más próximos y menor valor los más lejanos.

La forma de calcular el valor presente de los dividendos es descontar los mismos a la tasa de rentabilidad que los accionistas exijan para esta inversión.

Continuando con nuestro ejemplo, si suponemos que la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas es del 20% y que los dividendos se pagarán durante 10 años, podemos calcular el valor presente de los dividendos de la siguiente manera:

Valor presente del dividendo del año 1	$= 1.000.000 / (1+0,20)$	= 833.333
Valor presente del dividendo del año 2	$= 1.000.000 / (1+0,20)^2$	= 694.444
.		
Valor presente del dividendo del año 10	$= 1.000.000 / (1+0,20)^{10}$	= 161.506
		-----
Valor presente de la suma de los dividendos de los 10 años		4.192.472

De acuerdo a este enfoque el valor de la empresa considerando un dividendo anual de un millón de unidades monetarias durante 10 años y que la tasa de rentabilidad exigida fuera del 20% es de 4.192.472

unidades monetarias. Estaría implícito en este razonamiento el concepto de que al cabo de los 10 años las acciones no tendrían ningún valor de mercado.

Si se entiende que los dividendos continuarán por un período más extenso que los 10 años, sin tener un horizonte final definido, es común aplicar la forma de cálculo de una renta perpetua donde el valor de la empresa para el accionista sería el dividendo constante dividido por la tasa de rentabilidad exigida.

De esta manera tendríamos:

Valor de la empresa =  $1.000.000 / 0,20 = 5.000.000$  unidades monetarias

El mismo tipo de cálculo se podría realizar sobre los beneficios, si se entendiera que son éstos los que inciden finalmente en la determinación del valor de la empresa.

Estos métodos basados en el descuento de los dividendos o de los beneficios aportan una visión dinámica, de empresa en marcha, y consideran que el aspecto que más le interesa a los accionistas es el futuro de la empresa. No obstante, ninguna de las alternativas consideradas (dividendos o beneficios) nos muestra la totalidad de recursos que generará la empresa a través del tiempo. Como veremos más adelante este tipo de métodos serán superados por los que manejan el descuento de los flujos de fondos.

### C) Métodos relativos o basados en múltiplos

Estos métodos se aproximan al valor de la empresa mediante el empleo de relaciones que se han dado en empresas comparables o en transacciones comparables. Se determina el valor aplicando un coeficiente (múltiplo) sobre el valor de sus ventas, beneficios o flujos de caja.

En la aplicación de este método resulta fundamental que los múltiplos surjan de situaciones que sean realmente comparables con la que quiero analizar.

En nuestro país es costumbre utilizar por ejemplo la cifra de ventas multiplicada por un cierto coeficiente para valorar empresas que desarrollan actividades comerciales como las estaciones de servicio o farmacias. En otros países con mayor disponibilidad de información el uso de los métodos relativos es más amplio y frecuente, cubriendo otros tipos de actividades.

Según Ricardo Pascale<sup>5</sup> *"Es claro que estos valores referenciales surgidos por la tradición y la costumbre tienen presente, en forma consciente o no, la rentabilidad que se espera obtener de la inversión. El tiempo fue demostrando que esas formas prácticas de operar cumplían con los rendimientos esperados. En la medida en que no fue así, las relaciones han cambiado"*.

### D) Métodos mixtos o basados en el valor llave

El valor llave es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o valor contable ajustado a valores de mercado.

El valor llave, denominado también fondo de comercio o goodwill pretende representar, según el profesor Pablo Fernández<sup>6</sup>, *"el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es por tanto un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de calcular su valor, ya que no existe una unanimidad metodológica para su cálculo"*.

Tal como lo expone el Prof. Fernández se han propuesto distintas formas de calcular el valor llave. En algunos casos se aplican criterios de tipo relativo, siendo el valor llave un porcentaje de la facturación o un número de veces la cifra de beneficio neto.

En otros casos el valor llave se obtiene hallando el valor presente de los "sobrebeneicios" que generará la empresa. Estos sobrebeneicios los definen E. Santandreu y P. Santandreu<sup>7</sup> como *"...la capacidad de la empresa de conseguir una tasa de rentabilidad superior que la considerada como normal o media en el mercado de valores o sector, teniendo en cuenta el factor riesgo..."*.

Por consiguiente, estos métodos combinan el cálculo del patrimonio a partir del balance (método estático) con la estimación de un fondo de comercio o valor llave que toma en cuenta los beneficios que generará la actividad futura de la empresa.

<sup>5</sup> R. Pascale, Decisiones Financieras, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1998.

<sup>6</sup> P. Fernández, Valoración de Empresas, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 1999.

<sup>7</sup> E. Santandreu y P. Santandreu, Valoración, Venta y Adquisición de Empresas, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 1998.

Estos métodos, de frecuente uso en nuestro medio, levantan parcialmente las críticas que suscitaban los enfoques basados en valores contables, aunque no en forma total ya que los mantienen incorporados en su cálculo.

Según veremos a continuación, los métodos que aplican descuento de los flujos de caja son técnicamente los más aceptados.

### E) Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

La determinación del valor se realiza según estos criterios a través de los flujos de fondos. Estos flujos surgen de la diferencia entre cobros y pagos que se proyectan para el futuro.

Según la mayoría de los autores, es innegable la utilidad de disponer de la cifra de resultados que surge de la contabilidad, pero hasta que esos beneficios no se transformen en dinero en efectivo no estarán contribuyendo a la creación de valor en la organización.<sup>8</sup>

Ni el balance ni el estado de resultados de una empresa pueden aportar la información necesaria para calcular el valor de la misma. Esto se debe por un lado a que si bien la contabilidad se guía por principios generalmente aceptados, está brindando una opinión sobre la situación económica y financiera de una empresa pero teñida de un cierto subjetivismo. Los criterios adoptados contablemente en cuanto a la vida útil de los bienes de activo fijo y su ritmo de depreciación, a la forma de costear las salidas de inventario de bienes de cambio (FIFO, LIFO, promedio), la forma de amortizar los gastos de puesta en marcha, etc. inciden en el mayor o menor beneficio que tendrá la empresa. En contraposición a esta visión surge la de los flujos de caja que no generan dos posibles interpretaciones sino que su valor debe ser único.

Adicionalmente, si se pretende hallar el valor de la empresa para los accionistas a partir de los recursos que quedan disponibles para ellos, el criterio técnicamente correcto es trabajar con los flujos de caja. No resulta adecuado basarse en los beneficios ya que no constituyen necesariamente recursos disponibles para los accionistas, ni con los dividendos que responden a decisiones sobre la disposición de los beneficios adoptadas por la asamblea de accionistas y representan sólo una parte de los fondos generados.

Por consiguiente, existe consenso a nivel de la teoría financiera en que la mejor forma de valuar los recursos propios será a partir del descuento de los flujos de fondos futuros disponibles para los accionistas, a una tasa adecuada que contemple el riesgo asociado a la entidad que se analiza. En algunos casos esta tasa se refiere como el costo de oportunidad, es decir aquella tasa que se deja de obtener en la mejor inversión alternativa de riesgo similar.<sup>9</sup>

La forma de calcular el flujo de fondos disponible para el accionista será la siguiente:

- Beneficio neto
- + Depreciaciones y amortizaciones
- Inversiones en bienes de uso y capital de trabajo
- Pagos de deuda
- + Nueva deuda

---

Flujo de fondos disponible para el accionista

Las estimaciones de estos flujos de fondos se realizará por lo que se considere un período de tiempo razonable (por ejemplo 10 años) según las características de la empresa.

Al final del período de tiempo proyectado debemos estimar cuál será el valor de la empresa en ese momento. Una alternativa normalmente aplicada es considerar un valor de continuidad que puede surgir de tomar el flujo de fondos vigente a esa fecha y suponer que esa cifra se mantendrá constante a futuro. Financieramente esto constituye una renta perpetua y su valor surge de la siguiente expresión:

$$V_n = FF_n / k$$

Siendo:

- $V_n$  = Valor de la empresa (recursos propios) al final del año n
- $FF_n$  = Flujo de fondos vigente en el momento n
- $k$  = Tasa de rentabilidad exigida por el accionista

<sup>8</sup> Ver T. Copeland, T. Koller y J. Murrin, *Valuation*, John Wiley & Sons, USA, 1998.

<sup>9</sup> Op. Cit. R. Pascale.

El valor de los recursos propios o patrimonio se obtendrá descontando los flujos de fondos disponibles para los accionistas (incluido  $V_n$ ) a la tasa de rentabilidad exigida por esos accionistas.

## V. APLICACIÓN DE LOS DISTINTOS MÉTODOS A LA VALORACIÓN DE LA MARCA

El tema de valoración de la marca se ve inmerso en los desarrollos planteados anteriormente vinculados a la valoración de empresas, no escapando por consiguiente a las discusiones que se generan en cuanto a la metodología más apropiada a aplicar.

En la actualidad innumerables estudios se han realizado generando un vasto material que busca aproximarse al tema desde distintos enfoques. Asimismo, distintas firmas como Interbrand y Houlihan Valuation Advisors elaboran en forma permanente informes sobre el valor de las marcas de empresas de los más variados sectores.

Si agrupamos la información disponible, podemos clasificar los principales métodos aplicados para la valoración de marcas de la siguiente manera:

- Los que comparan el valor de mercado con el valor de libros
- Los que consideran el valor de reposición de la marca
- Los que comparan el valor de una empresa con marca y el de una empresa sin marca

Nos dedicaremos a continuación a comentar algunos aspectos de estos distintos métodos.

### A) Métodos que comparan el valor de mercado de las acciones de una empresa con su valor de libros

Estos métodos recurren a calcular la diferencia entre el valor de mercado y el valor de libros de las acciones como forma de hallar el valor de la marca de la empresa. Su aplicación resulta más sencilla en aquellos casos en que existen mercados de capitales que operan fluidamente y donde las acciones de la empresa cotizan de manera permanente.

En las situaciones en que no contamos con cotización bursátil de las acciones de la empresa que estamos analizando, se puede calcular el valor de mercado de las acciones mediante la aplicación de los llamados métodos relativos, que trasladan relaciones de empresas comparables a aquella que se está analizando. (Ver Sección 3.3). Las relaciones de uso más común son las que vinculan el valor de mercado de la empresa con las ventas o el valor de mercado de la empresa con los beneficios.

El empleo de estos métodos relativos tendrá connotaciones diferentes según el sector y las características de la empresa de que se trate.

De esta forma si aplicáramos por ejemplo la relación Valor de mercado/Beneficios y dispusiéramos de información de una empresa comparable cuyo valor de mercado es de 1.000 y sus beneficios son de 125, obtendríamos un coeficiente de 8 ( $1000/125$ ). Este coeficiente de 8 multiplicado por el nivel de beneficios de la empresa que queremos analizar nos proporcionaría una estimación de su valor de mercado.

No obstante, aún suponiendo que pudiéramos llegar a calcular el valor de mercado de la empresa y hallar luego la diferencia entre este valor y el valor de libros, nos vemos enfrentados a dos limitaciones:

- a) La primera limitación es que la diferencia antes expuesta nos estaría dando el valor del total del capital intelectual en la definición de Edvinsson y Malone o el valor del fondo de comercio según Pablo Fernández y no solamente el de uno de sus componentes como lo es la marca.

Tratando de solucionar esta dificultad se ha establecido una variante a este método considerando que el valor de la marca surge de la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable, y deduciéndole posteriormente el valor de los demás componentes del capital intelectual que no se relacionen con la marca. No obstante, se traslada ahora el problema a poder calcular el valor que tienen los otros componentes del capital intelectual que no conforman la marca.

- b) La segunda limitación que presenta este método se ubica en que estamos asumiendo que el valor dado por el mercado a la empresa es un valor razonable y adecuado. Esta hipótesis es posible que se cumpla cuando actuamos en mercados en los que el nivel de información que manejan los inversores permite una gestión eficiente por parte de ellos. Desafortunadamente la realidad nos demuestra que esta premisa muchas veces no se cumple.

Como vemos, los métodos que comparan el valor de mercado con el valor de libros para hallar el valor de la marca tienen una serie de limitaciones que relativizan sus resultados. Entre ellas quizás la más importan-

te es que habiendo llegado al valor del capital intelectual no nos brindan un procedimiento claro para distinguir luego cuál es el valor de la marca.

### B) Métodos que consideran el valor de reposición de la marca

La perspectiva en estos enfoques es tratar de aislar los costos asociados al desarrollo de una marca. Su análisis puede realizarse tanto desde una perspectiva histórica como con un enfoque proyectado.

En el caso de la perspectiva histórica se busca aislar los costos incurridos en el pasado por concepto de marketing y promoción para desarrollar la marca y posteriormente actualizarlos hallando su valor presente. La base de cálculo se apoya en los gastos ya incurridos cuyos valores son brindados por la información contable.

En el caso de manejarse con las proyecciones futuras de la empresa la metodología propone estimar qué gastos de marketing y promoción sería necesario realizar en los próximos años para desarrollar una marca de las características de la que se posee actualmente. Una vez identificados estos gastos, se hallaría su valor actual mediante el procedimiento de descuento obteniendo de esta manera el valor de la marca.

Ambos enfoques, el histórico y el proyectado presentando la limitación de que estamos calculando el valor de reposición de los gastos de creación y desarrollo de la marca, pero el resultado de este cálculo no necesariamente coincide con el valor de mercado de la marca. Es más, una marca que ha impulsado un buen nivel de ventas de un producto y que presenta un claro potencial de mantener importantes crecimientos futuros tiene sin lugar a dudas un valor superior a los gastos en que se incurrió para generarla.

La aplicación de este criterio tiene similitudes importantes con el método de valoración de empresas basado en el valor contable visto en 3.1 y está sujeto a las mismas críticas en cuanto a su visión estática y no incorporar los efectos futuros en los resultados.

### C) Métodos que comparan el valor de una empresa con marca y el valor de una sin marca

Estos métodos buscan calcular el valor de la marca comparando dos empresas que venden un producto similar pero con distinto nivel de identificación entre sus clientes. Una de ellas posee una marca reconocida para su producto (la cual queremos valorar), mientras que la otra empresa vende un producto de tipo genérico o sin marca.

El procedimiento comienza por hallar el valor patrimonial de ambas empresas aplicando el método de descuento de flujo de fondos visto en la sección 3.5. Se deben por consiguiente estimar hacia el futuro los flujos de fondos disponibles para los accionistas de ambas empresas y descontarlos a la tasa de rendimiento requerida según el riesgo asociado a la empresa. Como resultado de estos cálculos podremos obtener una aproximación al valor presente del patrimonio de cada una de las empresas.

Llegados a esta etapa este método presenta distintas opciones para continuar los cálculos:

#### 1. Valor presente del mayor precio pagado por el producto con marca

En esta opción el valor de la marca surge de realizar los siguientes pasos:

- i) calcular la diferencia entre la relación del valor del patrimonio y ventas para ambos productos, y
- ii) multiplicar esa diferencia por el nivel de ventas del producto con marca.

En i) al obtener la diferencia entre los coeficientes Valor de patrimonio/Ventas, se entiende que se ha podido aislar el premio en el precio que obtiene el producto con marca.

Los cálculos serían los siguientes:

Valor del patrimonio/Ventas	Empresa de Producto con marca
Menos: Valor del patrimonio/Ventas	Empresa de Producto sin marca
-----	
Diferencia	
X Ventas del producto con marca	
-----	
Valor de la marca	

Por consiguiente esta opción considera que el efecto de la marca es poder comercializar un producto a mayor precio que otro de tipo genérico o sin marca. No existe entonces ninguna diferencia en los volúmenes físicos que se venden. Los efectos positivos de la marca se verán reflejados solamente en el mayor precio a que se pueda vender el producto.



Si bien este procedimiento es una aproximación al valor de la marca, se establecen algunas observaciones al mismo:

- a) Pueden existir algunas dificultades en la estimación de los flujos de fondos futuros de ambas empresas ya que será necesario proyectar el ritmo de crecimiento de las ventas, el nivel de inversiones que realizarán, la evolución de su endeudamiento, etc., lo cual generalmente no es una tarea fácil. Si bien puedo disponer de la información necesaria en la empresa que analizo, no será tan sencillo acceder a la misma información de la empresa (sin marca) competidora.
- b) Se mantiene el cuestionamiento de si el valor de la marca que hallamos no incluye además el valor de otros componentes del llamado capital intelectual que se reflejan en el valor obtenido para la empresa
- c) No se toma en cuenta el mayor nivel de gastos en que se incurrió en la empresa que vende un producto con marca para poder desarrollar dicha marca
- d) Se asume que el nivel de ventas en unidades físicas de la empresa que posee un producto con marca es igual que el de la otra empresa que vende un producto genérico, y que la diferencia está dada solamente en los precios

Tratando de levantar la observación establecida en d) se ha estudiado la opción que se expone a continuación.

### 2. Valor presente del mayor valor debido al producto con marca

Para esta opción, ya habiendo calculado el valor patrimonial de cada empresa se lo divide por la cifra de ventas en unidades monetarias de cada una y luego se lo multiplica por el nivel de ventas (también en unidades monetarias) ya sea del producto con marca o sin marca según el caso. El desarrollo de los cálculos es el siguiente:

(Valor del patrimonio/Ventas) x Ventas del Producto con marca      **Emp. con marca**

Menos:

(Valor del patrimonio/Ventas) x Ventas del Producto sin marca      **Emp. sin marca**

-----  
Diferencia = Valor de la marca

En este planteo se contempla que la empresa que explota una marca no sólo tiene diferencias en precio con la empresa sin marca, sino que además sus volúmenes de ventas pueden ser distintos.

Si bien se mantienen las restantes observaciones planteadas en 4.3.1, se entiende que teóricamente resulta más correcta esta formulación.

### 3. Valor presente del mayor valor debido al producto con marca menos gastos e inversiones diferenciales

Para evitar la observación planteada en la sección 4.3.1 literal c) se establece deducir al cálculo realizado precedentemente el valor presente de los gastos e inversiones diferenciales necesarios para el desarrollo de la marca. En este caso el valor de la marca surgiría de la siguiente forma:

(Valor del patrimonio/Ventas) x Ventas del Producto con marca

Menos: (Valor del patrimonio/Ventas) x Ventas del Producto sin marca

Menos: Valor presente de los gastos e inversiones diferenciales para el desarrollo de la marca

-----  
Diferencia = Valor de la marca

Desde un punto de vista conceptual este método resultaría más correcto, aunque de todas formas presentan sus dificultades en definir confiablemente los valores diferenciales que se incluirían en su cálculo.

## VI. CONCLUSIONES

Entre las ideas finales que es importante tener presentes destacamos las siguientes:

- La existencia de activos intangibles y en particular de marcas es un hecho en la actualidad muy frecuente en las empresas e incide sustancialmente en la creación de valor. Estudios realizados para un gran número de empresas demuestran que el valor de los activos intangibles es muy superior al que presentan los activos tangibles, tomados éstos ya sea a valores contables o a valores de mercado.
- La información que suministra la contabilidad tradicional no resulta adecuada para determinar el valor de los activos intangibles. Los principios generalmente aceptados por la contabilidad implican

importantes limitaciones que llevan a que en la mayoría de los casos los activos intangibles no figuren en los registros contables.

- Los métodos desarrollados para la valoración en general de los activos intangibles (capital intelectual o valor llave) son objeto de variadas críticas. No obstante, entre todos los métodos analizados, aquéllos que aplican el descuento de los flujos de fondos proyectados son los que gozan de mayor aceptación.
- Una vez hallado el valor del capital intelectual existen, en muchas de las opciones manejadas, serias dificultades para diferenciar qué parte de este valor le corresponderá a la marca.
- Finalmente, el tema de valoración de la marca se encuentra todavía en un proceso de desarrollo y es objeto de estudios y ponencias en los más diversos ámbitos. Es de esperar que en los próximos años sigamos recibiendo nuevos aportes académicos, para ir avanzando en cuanto a la profundidad y el esclarecimiento de estos temas.