

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Finanzas y Economía

**VALOR DE MERCADO Y VALOR CONTABLE DE LA
FIRMA: ACTIVOS INTANGIBLES Y VALOR LLAVE**

José P. Dapena

**Octubre 2014
Nro. 549**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**

VALOR DE MERCADO Y VALOR CONTABLE DE LA FIRMA: ACTIVOS INTANGIBLES Y VALOR LLAVE

José P. Dapena*

UNIVERSIDAD DEL CEMA
2014

Resumen

Las firmas poseen un valor en función de su capacidad de generar flujos de fondos futuros. El concepto de valor llave refleja la diferencia entre el valor de mercado de una colección de activos y su valor de libros, siendo este último asociado a su valor de incorporación neto del uso de los mismos, o alternativamente por su costo de reposición. Esta diferencia puede ser positiva y proviene del hecho que los activos combinados bajo una dirección o gestión pueden valer más que la simple adición de sus valores de incorporación, debido que el concepto de valor se origina en la posibilidad de obtener flujos de fondos en el futuro, que traídos a valor presente a una tasa de descuento (que refleje apropiadamente las condiciones de riesgo y de oportunidades de inversión alternativas) sustentan el valor obtenido. Este activo intangible se origina en elementos que a veces no son capturados por la contabilidad tradicional, tales como calidad y motivación del capital humano, fidelidad y lealtad de los clientes, reconocimiento de marca, etc.

En activos que poseen cotización pública es más fácil determinar el valor llave o del intangible a través de los múltiplos de valor de mercado de la firma o de la acción con respecto a su valor de libros. En activos que no poseen cotización pública, el valor llave o intangible puede obtenerse en transacciones de compra venta de empresas, por la diferencia entre el precio pagado por los activos y el valor de libros de los mismos. Esta determinación se hace más difícil cuando no existen cotizaciones públicas de los activos, o cuando no se realizan transacciones; sin embargo esto no significa que el valor llave o intangible no existe.

La contabilidad tradicional ha quedado superada por el cambio en la utilización de recursos en la gestión de una firma, exponiendo diferencias aún en el caso de empresas exactamente iguales que solo poseen diferente intensidad de utilización en los recursos (recursos físicos respecto a recursos humanos). La falta de reconocimiento de un activo intangible como el valor llave puede llevar a confusiones en la lectura de la realidad de la firma a través de los estados contables tradicionales. La posibilidad de reconocer un valor llave en la exposición de la información económica y financiera de la firma puede significar un mejor reconocimiento de su realidad, siempre y cuando el mismo sea efectuado por profesionales especialistas e idóneos, de similar manera a un perito tasador de arte que es contratado para determinar el verdadero valor de una obra de arte bajo consideración.

JEL: N2, O1, G00.

Palabras claves: Valor llave, activo intangible, estados contables, llave autogenerada.

* Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA. Agradecemos los comentarios. Todos los errores son de nuestra responsabilidad.

I. Introducción

La contabilidad expone la propiedad de activos y su financiamiento, donde el valor de los mismo se encuentra expresado a costo de adquisición o incorporación (neto de amortizaciones y depreciaciones cuando procede), mientras que en las finanzas el concepto de valor se encuentra asociado a la posibilidad de generación de fondos futuros, en la forma de una empresa en marcha o de activos en liquidación.

El propósito del presente trabajo es el de establecer las diferencias entre uno y otro, evaluando bajo qué condiciones puede generarse un valor de mercado para un conjunto de activos diferente a su valor de costo, y que condiciones deberían satisfacerse para aceptarse esta situación como válida.

Esta diferencia entre el valor de mercado de una colección de activos y el valor de libros de los mismos se denomina valor llave, que puede estar expresado en la propia contabilidad bajo la forma de un activo intangible sujeto o no a amortización. El activo intangible a que da lugar surge de manera más natural cuando es objeto de una transacción por adquisición, donde el precio validado justifica el valor llave. Sin embargo, no es necesario que existan transacciones para que el valor llave exista, y bajo ciertas circunstancias y con opinión objetiva de profesional experto puede incorporarse en la contabilidad con el objeto de cubrir la diferencia entre el valor de mercado y el valor llave, proporcionando una mejor aproximación a la realidad económica y financiera de la firma.

El desarrollo del tema en el presente trabajo posee la siguiente estructura: en la siguiente sección elaboramos sobre el concepto de valor y las circunstancias de mercado que dan lugar al mismo; posteriormente introducimos los diferentes modelos de valuación de activos con que cuenta la profesión; luego exponemos los elementos que dan lugar al valor llave con soporte de evidencia empírica; para finalmente considerar la normativa contable y las condiciones bajo las cuales se podría incorporar un activo intangible denominado valor llave a la contabilidad tradicional para acercarla a la realidad económica y financiera de la firma y exponer las principales conclusiones y consideraciones

II. El concepto de valor

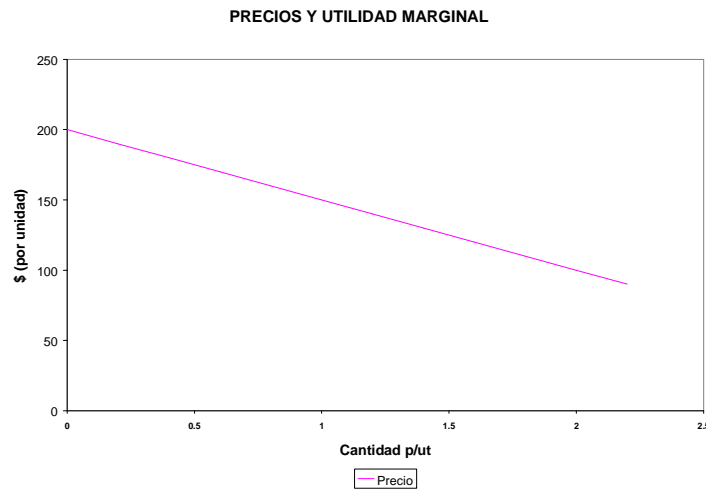
Los precios y valores desde el punto de vista económico surgen de las transacciones entre oferentes y demandantes. Es relevante hacer entonces una pequeña mención al mecanismo de formación de precios, que es estudiado en economía a través de la microeconomía en los enfoques de Teoría de Precios.

Los precios de los bienes y servicios se forman en mercados que se encargan de conectar sujetos con necesidades con sujetos que pueden satisfacerlas, a través del intercambio de bienes y servicios, dando lugar a la determinación de precios mutuamente aceptados.

a. La demanda

La demanda de esos bienes y servicios surgen de la necesidad de un agente que busca satisfacer su función de utilidad o bienestar, y que está dispuesto a pagar un precio en función del valor que le asigna. Esta situación nos da una curva de demanda decreciente en el precio, donde cada punto de la misma refleja lo máximo que está dispuesto a pagar la persona por consumir esa unidad adicional, dada su riqueza y manteniendo constante el resto de variables que pueden afectar esa demanda. La voluntad de pago es decreciente por el principio de saturación y de costo de oportunidad.

Gráfico I



De ello resumimos que un bien o servicio tendrá un precio positivo siempre y cuando exista alguien que esté dispuesto a pagar por el mismo, lo que significa que tendrá un precio positivo siempre y cuando satisfaga una necesidad específica de un sujeto físico o jurídico. Este es un aspecto fundamental en el proceso de valuación de firmas, que veremos más adelante, ya que en el caso de las firmas, el valor surge de las ventas, y las ventas representan la monetización de las necesidades de los consumidores expresadas en el gráfico anterior.

Para que un activo tenga valor, debe generar un flujo de fondos que le permita a su poseedor acceder al consumo de otros bienes y servicios; para que ese flujo de fondos sea positivo, deben existir ventas por parte de la empresa que los origina; para que la empresa tenga ventas, debe existir alguna persona que esté dispuesta a pagar por ese bien o servicio, es decir que el mismo le debe satisfacer una necesidad específica de manera tal de hacerlo renunciar a consumir otros bienes y servicios (el costo de oportunidad). Este punto que puede sonar muy trivial no siempre es tenido en cuenta como origen de valor, que necesidad específica satisface el bien o servicios, y porque un consumidor estaría dispuesto a renunciar a otros bienes para adquirirlo (el análisis corre en igual sentido cuando la demanda viene dada por otra empresa, que consume para producir bienes y servicios que en algún punto final de la cadena serán adquiridos por un consumidor final). Lo enunciado precedentemente constituye una de las patas en el proceso de formación de precios (de cualquier bien o servicio).

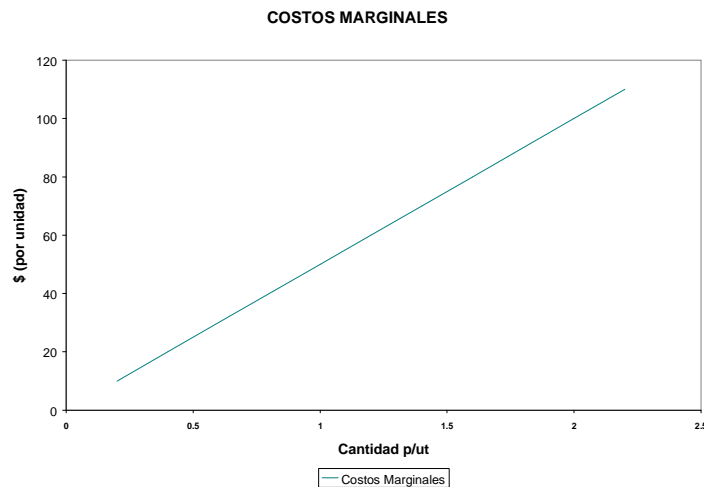
Existen muchos bienes o servicios que nos darían mucha satisfacción consumirlos, pero que resulta muy costoso producirlos, por los recursos que se debieran emplear para

proveerlos. Eso da lugar a la segunda pata de nuestro análisis, a saber la oferta de bienes o servicios que debiera satisfacer la demanda mencionada precedentemente.

b. La demanda

La oferta está dada por el mínimo precio para cada nivel de cantidad por unidad de tiempo que pide un oferente para ofrecer una unidad adicional del producto o del servicio en el mercado, que le permite cubrir sus costos operativos, financieros y costo de oportunidad de uso alternativo de los recursos.

Gráfico II

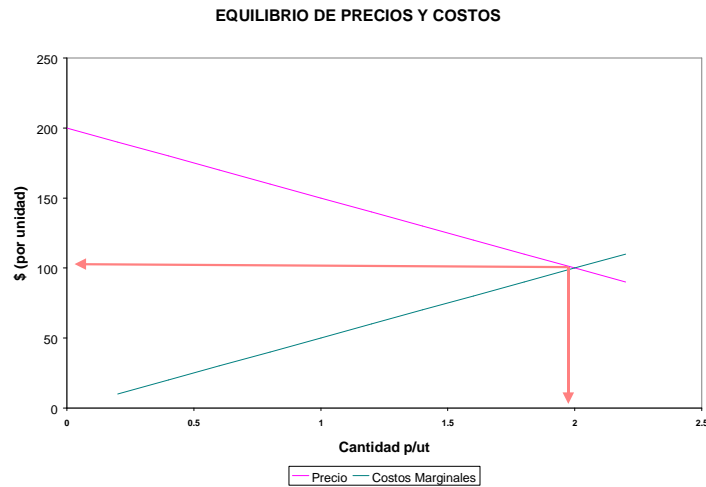


A medida que se vuelcan más recursos en la provisión de un bien o servicio, se renuncia a adquirir otros bienes o servicios con los mismos. Si mencionamos que consumir unidades adicionales de bienes o servicios nos lleva a la saturación y en consecuencia estamos dispuestos a pagar cada vez menos por cada unidad adicional, el proceso de resignar consumo para volcarlo a la provisión de un bien o servicio nos da el proceso inverso a la saturación, es decir que cada unidad adicional de recursos que resignamos para producir un bien o servicios nos cuesta cada vez mas, porque se va haciendo mas escasa en nuestro stock de recursos. Ello hace que el precio final del bien o servicios que producimos con dichos recursos pueda ser creciente frente a cada unidad adicional producida para que nos compense por los recursos no consumidos. Esta da lugar a una curva de oferta de bienes o servicios creciente en el precio, es decir a medida que el precio sube estamos dispuesto a resignar mas recursos para volcarlos a la producción de bienes o servicios, o dicho de otra manera, para producir más bienes o servicios por unidad de tiempo exigimos un precio mayor a recibir por cada unidad adicional. La curva de oferta nos mostrará entonces el mínimo precio que está dispuesto a recibir una oferente para darle al mercado una unidad adicional de un bien o servicio (por menos no acepta porque sale perdiendo en términos de lo que renuncia a consumir).

c. El equilibrio

Contando con las curvas de oferta y demanda es simple de ver las circunstancias bajo las cuales se produce el equilibrio en términos de precios y cantidades, donde la cantidad refleja que el mínimo que está dispuesto a recibir el oferente es igual al máximo que está dispuesto a pagar el demandante, y ambos están satisfechos con la transacción.

Gráfico III



En consecuencia un precio o valor en el mercado se materializa por la transacción voluntaria entre un oferente y un demandante. En el análisis efectuado hemos hecho muchas simplificaciones, ya que por ejemplo no tenemos en cuenta imperfecciones de los mercados, costos de transacción, etc. pero el objeto del mismo es solo el de brindar la intuición subyacente en el proceso de formación de precios de bienes y servicios (y en consecuencia de activos originados en los mismos) y por ende de los ingresos y el potencial valor de una firma o colección de activos..

III. Modelos de valuación de activos

Una firma puede ser entendida como una colección de activos y de recursos operativos y humanos que se combinan con el objetivo de negocios de transformar en dinero necesidades de clientes y consumidores a través de la provisión de bienes y servicios. Esos recursos combinados originan un flujo de ingresos y egresos operativos, que netos de impuestos y de las necesidades de reinversión permiten repagar la inversión inicial inmovilizada.

El proceso de valuación de una firma o de una colección de activos es un proceso de estimación, en la que se utilizan diferentes herramientas para acotar el rango de posibles valores que puede tener el activo objeto de análisis; se van eliminando valores por no ser lógicos, hasta que se obtiene un valor máximo y uno mínimo, y dentro de dicho intervalo se busca el valor que mejor refleje la estimación efectuada (que no será

necesariamente el promedio). Asimismo, al ser la estimación de valor subjetiva, y en consecuencia sujeta al set de información que maneja cada interesado, no existirá un único valor, sino tantos posibles valores como interesados existan.

Muchos inversores creen que la búsqueda del valor fundamental es inútil en mercados donde los precios muchas veces tienen poco que ver con el valor. Como hemos mencionado precedentemente, el valor surge de la disposición a pagar que tiene un consumidor para adquirir un bien o servicio, mientras que el precio determina a que renuncia el consumidor en términos de otros bienes o servicios para hacerse del mismo.

El proceso de valuación es en sí subjetivo, por lo que está influenciado por percepciones, y el hecho que existan diferentes precios no indica que los mismos son erróneos, sino que la percepción de valor es diferente en cada caso. Sin embargo, las percepciones finalmente se materializan en un único precio, que es el que surge de la transacción o de una validación realizada por experto profesional, como un experto en arte que tasa una obra a partir de sus conocimientos y experiencia.

En el proceso de valuación, no existe un único valor, porque aún cuando existiese, las condiciones cambiantes y el arribo de nueva información harían cambiar el mismo de manera continua. El concepto de intervalo o rango, y de precios máximos y mínimos es en consecuencia de vital importancia frente a esta situación. Esto frente al hecho que es prácticamente imposible determinar de manera exacta y objetiva el precio “justo”. Sin embargo, mientras más difícil sea estimar el verdadero valor de un bien, activo o servicio, más útil será la tarea de valuación y más provechosas serán las herramientas utilizadas en tal sentido, como en el caso de valores de activos intangibles generados en la propia empresa en un contexto de mercado de capitales poco desarrollado.

Adentrándonos en las herramientas específicas, existen cuatro grandes grupos de herramientas o enfoques:

- Valuación por flujo de fondos descontado: relaciona el valor de un activo al valor presente de un flujo esperado de fondos generados por dicho activo y es utilizado en finanzas y en mercado de capitales.
- Valuación por costo histórico o de reposición: El valor de un activo queda determinado por su costo de incorporación y/o de reposición y es utilizado en la contabilidad tradicional o en finanzas cuando el valor residual es el que se expresa en el balance o de liquidación.
- Valuación Relativa: estima el valor de un activo, bien o servicio a través de mirar el precio de un activo similar o comparable en relación a una variable en común a ambos y es utilizado en finanzas y en mercado de capitales.
- Valuación contingente: utiliza modelos de valuación no lineales de opciones para estimar el valor de un activo de similares características, y es utilizado en finanzas y en mercado de capitales.

a. Valuación por flujo de fondos descontado

Bajo esta metodología, una firma y la colección de activos que posee y gestiona valen en función del flujo de fondos futuro que pueden generar. El enfoque requiere de dos pasos

en su aplicación: uno viene dado por la elaboración de las proyecciones y el cálculo del flujo de fondos libre (que incluye un valor residual), y el otro por la determinación y utilización de una tasa de descuento apropiada que refleja las características de riesgo de los flujos de fondos y las oportunidades de inversión alternativa con la que cuentan los inversores.

El método del flujo de fondos descontado determina el valor de un activo o de una colección de activos en función de la proyección de los flujos de fondos de repago y de la tasa de descuento apropiada, de la siguiente manera:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad [1]$$

donde CF_t es el flujo de caja del período t (*Cash Flow*), k es la tasa de descuento apropiada dada la clase de riesgo del flujo de fondos y n es el período de vida del activo.

De esta fórmula se desprenden interesantes consideraciones, dadas por el hecho que para que un activo tenga valor, los flujos de fondos esperados deben ser positivos en algún punto de la vida del mismo. Otra consideración que surge proviene del hecho que a igualdad de condiciones, activos que posean flujo de fondos positivos en una etapa temprana de su vida tendrán un mayor valor que otros que lo generan posteriormente.

b. Valuación por comparables, múltiplos o relativa

La valuación por múltiplos también es conocida como valuación relativa o valuación por comparables. En este tipo de herramientas, el valor de un activo o colección de activos es estimado utilizando como referencia el valor de mercado de un activo o colección de activos similares, a través de utilizar una variable que es común a los dos objetos de comparación. Esta variable, comúnmente denominada “múltiplo” se encuentra expresada en una unidad de medida común a los activos comparables entre sí (es la variable que justamente hace que los activos, bienes o servicios puedan ser efectivamente comparados).

Como ejemplo podemos mencionar el múltiplo de m^2 dentro de lo que es el mercado inmobiliario, donde por lo general existen valor promedio de dicha unidad de medida, que luego es re escalada en función del nivel (cantidad de m^2) que tiene esa variable de múltiplo en el caso individual que se esté analizando. Múltiplos asociados a la determinación del valor de una firma provienen del valor en relación a las ganancias operativas, el valor en relación a las ventas y/o el valor en relación al valor de libro o costo histórico, entre otras.

Surge en consecuencia que para realizar valuación relativa necesitamos entonces:

- identificar activos comparables y obtener valores de mercado para dichos comparables
- convertir estos valores de mercado en valores estandarizados, creando en este proceso múltiplos
- comparar el valor estandarizado o múltiplo para el activo analizado con el valor estandarizado del activo comparable, controlando por

cualquier diferencia entre los activos que puedan afectar el valor del múltiplo, para estimar en qué medida el activo se encuentra sobre o sub valuado.

Una firma comparable es aquella que tiene flujos de fondos, potencial de crecimiento y riesgo similar al de firma que se está valuando. De esta definición surge que no es necesario que las empresas comparables sean de la misma industria o sector al que pertenece la firma a valorar. Sin embargo, en la mayoría de los análisis, los analistas definen como firmas comparables a aquellas que se encuentran en el negocio o negocios de la firma en cuestión. Esto porque se asume que las firmas de un mismo sector tienen similares perfiles de riesgo, crecimiento y flujos de fondos, con lo cual pueden ser comparadas con mucha más legitimidad.

c. Valuación por costo histórico o de reposición

Es el esquema más simple de valuación, ya que el valor de un activo o de un conjunto de activos, como en el caso de una firma, queda determinado por lo efectivamente pagado por el o los mismos. No tiene en cuenta el concepto de empresa en marcha y de valor generado, sino que solo considera el costo de incorporación neto de las amortizaciones y depreciaciones por el uso, o el precio individual de realización de cada activo y luego su adición en caso sean varios como lo es la firma. Este esquema de valuación es el que sigue la contabilidad tradicional, donde los activos son generalmente considerados a su valor de incorporación neto de las amortizaciones y depreciaciones por su uso. Se utiliza también como referencia del valor de liquidación de una firma, ya que considera la suma del valor individual de cada activo por separado.

d. Valuación por opciones reales

En este enfoque se aplica a la determinación del valor de un activo, o de una colección de activos como lo es una firma, la tecnología de valuación de opciones financieras. Estas opciones asociadas surgen de la flexibilidad que tiene la firma para responder a las condiciones cambiantes del entorno, aprovechando los estados de la naturaleza favorables a la empresa, o recortando pérdidas en los estados desfavorables, dando lugar a opciones de espera y crecimiento (vistos como derechos de compra o *calls*), y de abandono (vistos como derechos de venta o *puts*). Bajo esta metodología, los activos pueden ser vistos desde su perspectiva estratégica donde los conceptos de espera, crecimiento y abandono proporcionan valor adicional al permitir inversiones o repagos contingentes, dando lugar al concepto de flexibilidad ante la incertidumbre y a su correspondiente valor.

IV. Elementos que dan lugar a la existencia de un valor llave

La evolución científica, tecnológica y humana han transformado el concepto de valor en una firma, para disociarlo y hacerlo trascender de los activos físicos que la misma

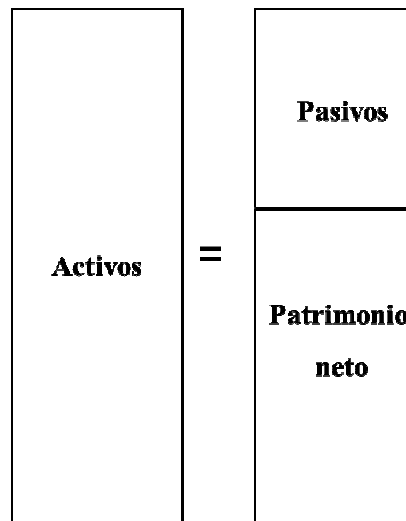
maneja para llevarlos al terreno de los activos intangibles, cuyo valor se origina en otro tipo de recursos o en la adecuada combinación de los recursos existentes.

a. La contabilidad tradicional

La contabilidad en su sentido tradicional expone en el Estado de Situación Patrimonial los activos físicos y financieros sobre los cuales la firma posee propiedad legal, y los activos intangibles cuando los mismos provienen de una transacción en la que el valor pagado excede el valor contable de los activos adquiridos. Recordemos que en las secciones anteriores hemos hecho la diferencia entre valor de mercado y valor contable, siendo el primero una consecuencia de la posibilidad de obtener flujos de fondos futuros, mientras que el segundo expone el costo histórico, de incorporación o adquisición neto del uso del mismo.

El siguiente cuadro expone un Estado de Situación Patrimonial estándar:

Cuadro I



Donde los activos y pasivos pueden ser realizables en el corto plazo (corrientes) o en el largo plazo (no corrientes).

$$A = AC + ANC = PC + PNC + PN \quad [2]$$

Una definición acotada de activo puede ser tomada de los principios contables generalmente aceptados que permite exponer en un balance los siguientes conceptos:

- Disponibilidades
- Créditos por Ventas
- Bienes de Cambio
- Inversiones de Corto Plazo
- Otros Créditos de Corto Plazo
- Anticipos a proveedores

- Bienes de Uso
- Créditos de Largo Plazo
- Cargos Diferidos
- etc.

Cuando una empresa adquiere activos tangibles, el recurso es expuesto como un activo en los estados contables (una máquina, un rodado, un inmueble, etc.), como así también cuando adquiere materia prima y le agrega valor en la forma de procesamiento (inventarios), o cuando le presta dinero a los clientes (créditos por ventas).

En lo que respecta al análisis efectuado en la sección anterior, estos activos son expresados a su valor de incorporación y el valor de libros refleja esta circunstancia. Las empresas desde el punto de vista tradicional de la contabilidad son representadas por un conjunto de activos físicos comprados y propiedad de los empresarios, quienes son responsables de mantenerlos y explotarlos.

b. Valor de mercado

Sin embargo el valor de incorporación no refleja necesariamente el valor de mercado de dichos activos, ya que siguiendo los lineamientos de valuación ya expuestos, donde expresábamos que los activos valen por el flujo de fondos que espera generen, descontados a una tasa que refleje apropiadamente la clase de riesgo y la existencia de oportunidades de inversión alternativas. Esto significa que una colección de activos incorporados bajo la gestión de una dirección en la firma pueden valer más en términos de valor de mercado que la suma del valor de incorporación o costo histórico de dichos activos.

Con el avance tecnológico, existen empresas que pueden poseer diferentes estructuras de activos. Inclusive sus oficinas en muchos casos pueden ser alquiladas. En el caso de estas empresas, estos activos que son de su propiedad serían los únicos reconocibles contablemente para ser presentados en los Estados Contables. No obstante esta situación, ningún analista financiero especialista en valuación de proyectos de inversión o valuación de empresas consideraría el valor de una firma solo por el valor sumado de la colección de activos que la misma posee (a menos que lo más conveniente sea liquidarla y vender por separado cada activo)¹.

El valor de mercado de una firma puede ser significativamente diferente, porque el balance contable, en sus limitaciones, se está alcanzando a capturar el valor de los intangibles, que encuentran su sustento en el flujo de fondos futuro que pueden generar.

Un caso que podemos citar como ejemplo de lo expuesto, y que es de público conocimiento es el de la firma Facebook Inc. El siguiente cuadro muestra los datos al 2/10/14:

¹ En este sentido puede darse como ejemplo el caso donde se ordena incluir el “valor llave” para liquidar cuánto debía recibir un socio que dejó una sociedad en el caso Partes: Sar Sar Roberto Mario en J° 45.704/35505 Sar Sar Roberto Mario c/ Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/ receso s/ ordinario s/ incidente de casación Tribunal: Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza Sala/Juzgado: Primera Fecha: 21-dic-2011

Cuadro II

Facebook, Inc. (FB) - NasdaqGS ★ Watchlist
77.08 +0.53 (0.69%) 4:15PM EDT
After Hours : **77.03** +0.05 (0.06%) 5:12PM EDT - Nasdaq Real Time Price

Key Statistics

Data provided by Capital IQ, except where noted.

Valuation Measures	
Market Cap (intraday) ⁵ :	200.41B
Enterprise Value (Oct 2, 2014) ³ :	185.40B
Trailing P/E (ttm, intraday):	81.91
Forward P/E (fye Dec 31, 2015) ¹ :	37.97
PEG Ratio (5 yr expected) ¹ :	1.25
Price/Sales (ttm):	19.88
Price/Book (mrq):	10.70
Enterprise Value/Revenue (ttm) ³ :	18.52
Enterprise Value/EBITDA (ttm) ⁶ :	34.18

Observamos que el valor de mercado del patrimonio de los accionistas es u\$s 200 mil millones, y que la relación de valor de mercado de la acción a su valor de libros es de 10,7 veces, es decir que por cada u\$s 1 de valor de patrimonio neto, el mercado valoriza el mismo a u\$s 10.7. La diferencia entre ambos nos proporciona una idea del valor de los activos intangibles o valor llave al que hacíamos mención. Inclusive si Facebook Inc emitiese acciones al día de hoy, debería emitir las con una prima por sobre el valor de libros (por encima de la par) reflejando el valor del intangible.

Los siguientes ejemplos nos permiten apreciar las diferencias entre el valor de libros y el valor de mercado en lo que respecta a una firma.

Equipamiento vs recursos humanos

Tomemos el caso de dos empresas A y B, que son iguales en todo aspecto, salvo que una usa robots y equipamiento mientras que la otra utiliza recursos humanos. Las dos generan el mismo flujo de fondos futuro, y las dos poseen el mismo riesgo; supongamos por el beneficio del argumento y para facilitar el análisis, que ninguna tiene deuda.

Desde el punto de vista de valor de mercado, con el mismo flujo de fondos esperado y el mismo riesgo, ambas valen lo mismo. Sin embargo desde la perspectiva de la contabilidad tradicional, la empresa A registra en su contabilidad más activos (por el equipamiento y los robots) mientras que la B registra mucho menos².

En este caso notamos la contradicción y la falta de adecuación de la forma de exposición contable, que no permite exponer que dos empresas iguales son en realidad iguales. Obviamente que desde los mercados de capitales, donde se valúan las empresas, las dos valdrían lo mismo ya que el flujo de fondos y el riesgo es asumido como similar.

² Inclusive hilando más fino hasta se plantea un inconveniente o contradicción a nivel impositivo, ya que la firma A posee en términos de IVA un crédito fiscal por la utilización e incorporación de los recursos físicos, mientras que la empresa B no posee similar ventaja, ya que se encuentra empleando recursos humanos. Una solución ingeniosa, que se ha dado por ejemplo en Argentina, en el caso de empresas de software a través de la Ley N° 26.692 de Regimen de Promoción de la Industria del Software, es que un porcentaje de las contribuciones sociales pagadas por las empresas por sus empleados son consideradas como crédito fiscal a los efectos de la determinación de la posición del IVA.

Habilidades y competencias de gestión

Otra situación se manifiesta en el siguiente caso: supongamos un inmueble en una esquina donde se encuentra un local comercial, y tenemos los Sres. A y B que lo pueden comprar y desarrollar un negocio comercial. Los dos desean hacer el mismo negocio, pero el Sr. A tiene mejores habilidades de gestión y comerciales que el Sr. B.

Desde el punto de vista de la contabilidad tradicional, el balance expondría los mismos activos para la firmas bajo la dirección de los Sres. A y B respectivamente; sin embargo no es difícil darse cuenta que la firma bajo administración de A valdría más que la de B por su superioridad en la capacidad de gestión y por ende en un mayor nivel de flujos de fondos futuros.

Estos dos ejemplos simples nos permiten ver que obsoleta puede ser a veces la contabilidad tradicional para reflejar el verdadero valor de una oportunidad de negocios, o de los activos bajo gestión de la dirección, donde la diferencia entre el valor de mercado de una colección de activos bajo gestión puede ser diferente de la suma del valor de las partes o de cada activo por separado a su costo de incorporación neto del uso, dando lugar a lo que la práctica denomina valor llave.

c. Valor de mercado respecto de valor de libros

Determinar el valor de estos intangibles es una cuestión difícil de resolver. No existe un mercado normal de transacciones para ellos, como para los bienes físicos, donde existe un valor que todos podemos conocer. Sin embargo su valor se puede observar indirectamente; esto sería posible al comparar los precios de las acciones en el mercado (eliminando el efecto especulación) con el valor del patrimonio medido sobre la base de los activos tangibles.

En el anexo I exponemos información sobre la relación entre el valor de mercado y el valor de libros tanto de la firma como del patrimonio de los accionistas, para conjunto de 7766 empresas que cotizan en mercados de capitales internacionales, agrupadas por industrias³.

Del cuadro surgen a relación promedio del valor de mercado y del valor de libros de dichas empresas:

Cuadro III

	Valor de la acción respecto del patrimonio neto	Valor de la firma respecto de la inversión realizada
Totales y promedios	2,6	1,81

³ Ver Anexo I.

Lo que nos dice el cuadro es que para el amplio conjunto de firmas cotizantes seleccionadas, el valor de mercado de la acción representa 2,6 veces el valor del libro del patrimonio neto, y el valor de mercado de la firma en su conjunto es 1,8 veces el valor de registración del capital empleado o activos en la contabilidad de la firma, o de otra manera, cada unidad de valor contable del patrimonio neto vale 2,8 veces a precio de mercado, y cada unidad de valor contable de la firma vale 1,8 veces a valor de mercado.

La diferencia proviene del hecho que la contabilidad registra las operaciones a costo de incorporación o adquisición, con un registro retrospectivo, mientras que el valor de mercado surge de las expectativas de generación de flujos de fondos futuros que tienen los inversores. Este simple punto es lo que se puede considerar como el valor de los intangibles asociados a una firma, que se encuentra por encima del valor de costo histórico o contable.

Un caso similar se produce en el mercado argentino de capitales. En el siguiente cuadro podemos observar el ratio de valor de mercado de la acción y valor de libros de la misma (patrimonio neto contable).

Cuadro IV

Empresa	Valor de la acción respecto del patrimonio neto	Empresa	Valor de la acción respecto del patrimonio neto
Agrometal (AGRO)	1,20	Grupo Clarín (GCLA)	3,00
Alto Palermo (APSA)	10,80	Grupo Financiero Galicia (GGAL)	2,80
Aluar (ALUA)	3,30	Holcim (Argentina) (JMIN)	1,40
Andes Energía (AEN)	1,40	Cia. Introdutora de Bs. As. (INTR)	2,60
Autopistas del Sol (AUSO)	9,10	Inversora Juramento (INVJ)	1,20
Banco Hipotecario (BHIP)	1,20	Irsa (IRSA)	4,50
Banco Macro (BMA)	3,00	Ledesma (LEDE)	2,30
Banco Patagonia (BPAT)	1,90	Longvie (LONG)	1,40
Banco Santander Río (BRIO)	2,00	Metrogas (METR)	25,30
Boldt (BOLT)	2,40	Mirgor (MIRG)	1,80
Camuzzi Gas Pampeana (CGPA2)	1,90	Molinos Río de la Plata (MOLI)	6,90
Capex (CAPX)	1,40	Morixe Hnos. (MORI)	18,30
Caputo (CAPU)	1,50	Nortel Inversora (NORT)	6,10
Carbochlor (CARC)	2,00	Pampa Energía (PAMP)	3,40
Carlos Casado (CADO)	2,20	Imp. y Exp. de la Patagonia (PATA)	5,20
Celulosa (CELU)	0,70	Pertrak (PERK)	2,10
Central Puerto (CEPU2)	3,00	Petrobras Argentina (PESA)	1,40
Colorín (COLO)	3,00	Petrolera del Conosur (PSUR)	-0,60
Soc. Comercial del Plata (COME)	2,50	Petrolera Pampa S.A. (PETR)	10,80
Consultatio (CTIO)	4,60	Polledo (POLL)	18,90
Cresud (CRES)	3,50	Quickfood (PATY)	4,60

Domec (DOME)	2,60	Rigolleau (RIGO)	5,30
Dycasa S.A. (DYCA)	1,60	Instituto Rosenbusch (ROSE)	2,80
Edenor (EDN)	14,20	San Miguel (SAMI)	1,80
Endesa Costanera (CECO2)	-6,80	Molinos Juan Semino (SEMI)	2,00
Angel Estrada y Cia (ESTR)	1,10	Siderar (ERAR)	1,50
Ferrum (FERR)	1,60	Solvay Indupa (INDU)	1,10
Fiplasto (FIPL)	1,50	Telecom Argentina (TECO2)	4,30
BBVA Banco Francés (FRAN)	3,20	Tenaris (TS)	3,40
Grupo Concesionario del Oeste (OEST)	2,60	TGLT (TGLT)	2,40
Garovaglio y Zorroaquin (GARO)	1,20	Transener (TRAN)	3,50
Gas Natural BAN (GBAN)	5,00	Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)	1,40
Grimoldi S.A. (GRIM)	2,40	Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)	3,50
		YPF (YPFD)	2,80

Fuente: El Cronista comercial al 03/10/14

Del análisis surge una diferencia significativa, que en el caso argentino se debe más al hecho que bajo condiciones de inflación la falta de ajuste del patrimonio neto por inflación genera distorsiones en la lectura de este ratio⁴.

En el caso de las empresas cotizantes, el valor del activo intangible definido como la diferencia entre el valor de mercado de cotización y el respectivo valor de libros es más evidente y más susceptible de ser analizado.

d. Activos intangibles por valor llave

Se denomina llave de negocios (*goodwill*) de esta manera a la diferencia entre el valor de mercado de un activo o colección de activos en el caso de una firma, y su costo histórico o de reposición.

Corresponde a un valor (efectivamente pagado en el caso de una transacción) efectuado por anticipación de los beneficios económicos futuros que se espera de las sinergias que surjan en las operaciones de dos empresas o como resultado de una nueva administración. Se asocia al excedente que surge de considerar el valor de una empresa con relación al valor corriente o contable a costo histórico neto o de reposición, originado en la posible existencia de flujo de fondos futuro superior a lo normal

El valor llave puede provenir de recursos intangibles tales como el capital humano empleado, el capital relacional o el capital estructural.

⁴ Para un análisis de los efectos de la inflación en el patrimonio neto contable, ver Dapena (2014a)

i. Capital humano

Se encuentra reflejado a través de la condición de conocimientos, habilidades, capacidad de innovación y experiencia de los empleados y gerentes para resolver tareas.

Un elemento distintivo es que este capital no puede ser propiedad de la empresa, ya que dicha capacidad no puede pertenecer a nadie más que a la persona que la posee. Los empleados son miembros voluntarios de la empresa. A pesar de ello, como no puede concebirse una empresa sin personal, es necesario que este se incluya en la parte invisible de los estados contables ya que permiten generar flujos de fondos futuros.

Los siguientes conceptos exhiben ejemplos de fuentes de valor llave por capital humano:

- *Know-how*
- Educación
- Vocación
- Experiencia de trabajo
- Habilidades relacionadas con el trabajo
- Vocación emprendedora
- Capacidad de innovación
- Capacidad de adaptación al cambio

ii. Capital Relacional

Corresponde a las relaciones con los clientes y los proveedores, marcas de fábrica, nombre comerciales, reputación o imagen, donde en algunos la firma detenta la propiedad legal (como en la marca) mientras que en otro la propiedad es indirecta (clientes). Cuando el capital humano de la organización trabaja con y para los clientes, se crean relaciones y una imagen en el mercado que pertenecen parcialmente a la empresa, dando lugar a un capital originado en la clientela o cartera⁵.

Es posible denominar capital clientela al valor de las relaciones de la organización con la gente u otras empresas a quienes les vende. El capital clientela es similar al capital humano, ya que la firma no puede ser dueña de sus clientes, como tampoco puede ser dueña de sus empleados pero, así como puede invertir en empleados para crear activos del conocimiento para la organización, también puede aumentar su capital intangible invirtiendo en sus relaciones con sus clientes. Estas inversiones son realmente hechas con la expectativa de un ingreso futuro, y pueden originarse en los siguientes conceptos:

- Marca
- Clientes
- Lealtad de los clientes
- Canales de distribución
- Relaciones de negocios intercompañías

⁵ De hecho es curioso pero la valuación de empresas de servicios tales como de cable, de cobertura de seguros, etc. utilizan como proxy de valor de la firma la cantidad de suscriptores multiplicados por un valor por suscriptor. Ver Guillermo López Dumnrauf
http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/Slides/Valuacion_por_comparables.pdf

- Acuerdos de uso de licencias
- Acuerdos de franquicias

iii. Capital Estructural

El capital estructural refleja la manera de contener y retener el conocimiento para que pase a ser propiedad de la empresa y pueda quedar expresado en los flujos de fondos. Se manifiesta a través de

- Patentes
- *Copyrights*
- Derechos de Diseño
- Marcas de comercio (*Trademarks*)
- Filosofía del *management*
- Cultura corporativa
- Procesos de negocios
- Sistemas de información
- Sistemas de redes
- Relaciones financieras

El capital estructural pertenece a la organización como un todo, y algunas de sus partes pueden estar protegidas legalmente por derechos de propiedad: tecnologías, invenciones, publicaciones y procesos pueden ser patentados. Los derechos de editor pueden ser vendidos y se puede accionar ante quien los utilice sin permiso. Pero también son integrantes del capital estructural las estrategias, los sistemas, las rutinas de la organización y sus procedimientos, activos que a menudo son tan o más valiosos que aquellos que pueden ser protegidos legalmente.

Tomemos “Lealtad de clientes”; en la medida que un cliente es leal, está satisfecho con los productos o servicios que proporciona una firma, da lugar a la opción de venderles productos adicionales. Similarmente, considerando el activo “Marca”, si una firma ha establecido una marca prestigiosa, permite que su propuesta de negocios sea escalada, dándole la opción de abrir sucursales adicionales, de manera directa o a través de franquicias.

Estos elementos que hemos reflejado como generadores de activos intangibles y valor llave basan su valor en el hecho que debieran permitir obtener un flujo de fondos futuro mayor y por ende una rentabilidad mayor, que por los mecanismos de valuación de finanzas se ve reflejado en el valor de la firma como un conjunto, trascendiendo el enfoque estándar de la contabilidad. Justifican de esta manera la existencia de un valor extra por encima del valor contable de los activos bajo gestión de la firma que denominamos activo intangible o valor llave.

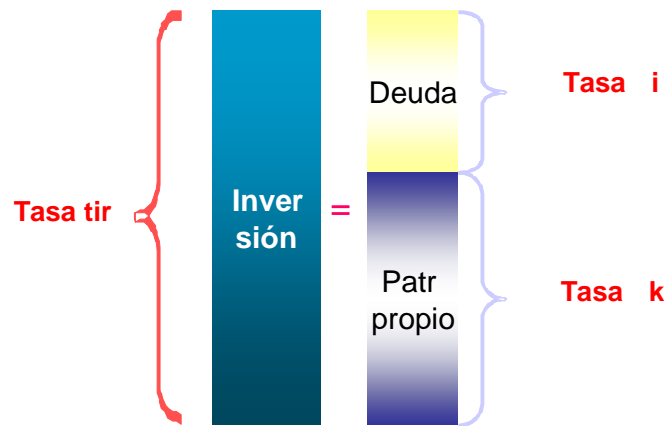
e. Valor llave y rentabilidad

El modelo básico de evaluación de proyectos de inversión en el contexto de la firma sugiere que se deben invertir en todos aquellos proyectos en los cuales, utilizando el modelo de flujo de fondos descontado, el valor presente de los flujos de fondos que

genera el proyecto es mayor al costo de adquisición o incorporación de los activos necesarios para llevar adelante el proyecto.

Esta técnica se denomina de valor presente neto o de valor actual neto, y es consistente con la técnica de valor de la tasa interna de retorno (tir) que propone que se deben invertir en todos aquellos proyectos cuya rentabilidad, calculada como la relación del costo de incorporación o adquisición de los activos y los flujos de fondos futuros que generan, sea mayor al costo de financiamiento de dichos activos, dado por el costo financiero de los contratos de deuda utilizados para financiar, y por la expectativa de rentabilidad que buscan los accionistas dado el riesgo que corren y dadas las existencias de oportunidades de inversión alternativas.

Cuadro V



De darse estas circunstancias, se dice que el proceso de inversión genera valor, y ese valor adicional proviene del flujo de fondos generado por encima de lo necesario para satisfacer las necesidades de financiamiento por instrumentos de deuda y de participación en el capital.

En la medida que la rentabilidad de las inversiones supere el costo de financiamiento de las mismas, se dice que la firma está creando valor por encima de lo esperado por los accionistas, obteniendo una renta extra. Esta diferencia entre valor proveniente del valor obtenido por la aplicación del modelo de flujo de fondos descontado y la inversión necesaria en activos, proveniente de su estimación a valores de incorporación o costo histórico, se asocia a la capacidad de extraer rentas adicionales de los activos bajo administración y la hemos denominado valor llave.

Tomando como referencia las empresas cotizantes expuestas en el Cuadro III y Anexo I, podemos intentar evaluar en qué medida la rentabilidad de una firma se encuentra asociada al activo intangible valor llave, medido por la relación entre el valor de mercado de la firma (EV o *Enterprise Value*) y el valor de libros (*Invested Capital*); o alternativamente el valor de mercado de la acción (P) en relación al valor de libros de la acción (BV), relacionando en el primer caso respecto de la tasa de retorno de la firma (ROIC o *Return on Invested Capital*) y en el segundo relacionando con la tasa de retorno hacia el accionista (ROE o *Return on equity*).

Utilizando la herramienta estadística de regresión sobre las empresas que se encuentran agrupadas en el Anexo I y cuyo resumen se expone en el Cuadro II, observamos los siguientes resultados, que relacionan el valor llave con la tasa de retorno de la firma.

Cuadro VI

**Resumen regresión EV/Invested
Capital con ROIC**

<i>Estadísticas de la regresión</i>			
Coeficiente de correlación múltiple		0,818997653	
Coeficiente de determinación R ²		0,670757156	
R ² ajustado		0,667254572	
Error típico		1,326128917	
Observaciones		96	
<hr/>			
	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>
Intercepción	1,093865584	0,20333395	5,37965046
Variable X 1	11,77704774	0,85103618	13,8384807

Resumen regresión PBV con ROE

<i>Estadísticas de la regresión</i>			
Coeficiente de correlación múltiple		0,830627829	
Coeficiente de determinación R ²		0,68994259	
R ² ajustado		0,686644107	
Error típico		5,798767255	
Observaciones		96	
<hr/>			
	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>
Intercepción	-1,042462628	0,69437914	-1,50128735
Variable X 1	33,54620835	2,31949848	14,462699

En ambos casos vemos que existe una relación estadísticamente significativa entre lo que denominamos valor llave del intangible (dado por la diferencia entre el valor de mercado y el valor de libros o contable) y la generación de rentabilidad por parte de la gestión de los recursos de la firma, lo que confirma que existen recursos tales como los expuestos en la presente sección que permiten generar una expectativa de flujo de fondos futura, y por ende una rentabilidad y un valor por encima del valor de libros expresado en la contabilidad.

De similar manera se procede cuando existe una transacción de compra venta de empresas, y se paga un precio por la misma que excede el valor de libros de los activos o del patrimonio neto. En términos de lo expuesto para empresas cotizantes, el resultado

es el mismo, y el intangible queda validado por la transacción⁶. Sin embargo puede darse el caso que la empresa posea intangibles, no cotice en el mercado, y no sea comprada, por lo que no cuenta con una aproximación al valor del mismo. De ser esta la situación, no significa que el intangible no existe, sino solamente que no ha sido validado de manera externa.

f. Propiedad de los activos intangibles

Tomando en cuenta lo expuesto en la sección precedente, dado que puede existir una dificultad legal o física para establecer derechos de propiedad sobre estos activos, podemos tratar de determinar mecanismo de “cuasi propiedad”, dada por la existencia de activos complementarios de los mismos que permiten apropiarse de manera indirecta del valor llave, lo cual representa un aspecto fundamental en la apropiación del concepto de valor.

La propiedad desde el punto de vista económico es de importancia ya que permite transferir derechos sobre flujos de fondos futuros, que justifican un valor presente. Un activo de uso público por definición no tiene valor ya que no es apropiable.

La capacidad y talento del personal no es propiedad de la empresa, sin embargo si existe un alto grado de lealtad con la compañía provoca que, aun no existiendo propiedad, esta capacidad pueda ser valuada como un intangible invisible que le otorga valor extra a la firma. De manera similar procede con el caso de los clientes, donde la “propiedad” definida como la posibilidad de mantener cautiva a la clientela, puede provenir de la asociación de activos complementarios tales como la marca, donde la firma si puede poseer derechos de propiedad legal, actuando la misma como un activo que otorga una “cuasi” propiedad sobre los clientes⁷.

El concepto de cuasi propiedad es de extrema importancia en el caso de existencia de activos intangibles originado en recursos que no son propiedad de la firma⁸.

V. El valor llave en la contabilidad tradicional

De lo expuesto podemos afirmar que todas las empresas poseen un valor llave, pudiendo adoptar un valor cero en algunos casos.

$$\text{VALOR EMPRESA} = \text{VALOR ACTIVOS CONTABLES} + \text{VALOR LLAVE} \quad [3]$$

⁶ Ver Dapena y Fidalgo (2003) donde se expone el concepto del intangible asociado a la prima de control empresario como un activo cuyo valor se puede aproximar a través de la metodología de valuación contingente.

⁷ Recordemos el caso de la empresa de cable expuesto en Nota al pie 5 para el caso de empresas de cable, que en realidad cuando se venden transfieren activos físicos (redes por ejemplo) pero que el valor viene dado por la cartera de clientes, por la que no se posee derechos de propiedad legales.

⁸ Ver Dapena (2002).

La contabilidad tradicional posee un déficit en su capacidad de expresar a través de estados contables tradicionales la verdadera capacidad de las empresas para generar utilidades y proyectarse en el futuro.

Una de las limitaciones más importantes es que no dispone de la posibilidad, al menos desde las normas contables, de incorporar y reconocer el valor de los activos intangibles (salvo cuando se encuentra originado en una adquisición), aspecto que se basa en la prudencia, ya que existe cierto temor natural de incorporar en los estados contables subjetividades. Sin embargo, si la medición de los activos intangibles puede incluir errores en los estados financieros al considerar subjetividades, puede ser un error aún mayor ignorar tales activos desde el punto de vista de la gestión eficiente de la firma.

La medición de los activos del conocimiento puede ser imprecisa, pero existen también otras informaciones que surgen de estimaciones y a pesar de ello son aceptadas dentro de los Estados Contables, tales como en algunas circunstancias el valor recuperable de los activos fijos o el de los inventarios.

a. Consideraciones contables

La normativa contable prevé que para que un hecho pueda ser reconocido contablemente debe cumplir ciertas condiciones:

- originarse en un hecho económico y transformarse en un bien económico.
- ser medible, es decir, susceptible de cuantificación en moneda.
- ser relevante o significativo, es decir, contar con la capacidad de influir en las decisiones.
- ser objetivo, es decir, ser susceptible de ser verificable.

Los elementos que cumplen con estas condiciones son presentados en los estados contables dentro de su primer componente, los denominados “estados contables básicos”.

Según el Informe N°24 de la Comisión de Estudios de Contabilidad del C.P.C.E.C.F. la Llave de Negocio es el conjunto de recursos intangibles que le confieren al ente ciertas ventajas comparativas respecto de otros de similares características. En relación a las Normas Contables Profesionales, las resoluciones técnicas 8 y 9 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales establecen que los bienes intangibles son:

” Aquellos representativos de franquicias, privilegios u otros similares incluyendo los anticipos por su adquisición que no son bienes tangibles ni derechos contra terceros y que expresan un valor cuya existencia depende de la posibilidad futura de generar ingresos. Incluye entre otros a los siguientes derechos de propiedad intelectual, marcas, licencias, llave de negocio, gastos de organización y pre operativos, gastos de investigación y desarrollo”.

Las características de estos activos difieren entre si y permiten distintas clasificaciones. Sin entrar a caracterizar íntegramente al rubro, se puede decir que la llave de negocio es un intangible que podría:

- a) no representar un derecho específico,
- b) no poseer una indicación de vida limitada, constituyendo un elemento muy particular. Una empresa en el curso de su vida, realiza esfuerzos para obtener una reputación, generar una clientela, formar su administración, seleccionar las mejores políticas industriales y comerciales, etc. Si la firma es exitosa en tal propósito, el valor de mercado para un potencial comprador de la empresa será mayor que el de su valor contable. A la vez el propietario estará interesado en desprenderse de la firma por un mayor valor que el valor contable, todo sustentado en la capacidad de la firma de generar flujos de fondos futuros.

Fowler Newton (1992) sostiene que hay acuerdo en considerar que una empresa posee un valor llave cuando tiene alguna ventaja comparativa sobre otras, en cuyo caso:

a) se espera que la rentabilidad ordinaria de su patrimonio este por encima de la que podría considerarse como normal (aspecto que hemos visto corroborado en el análisis estadístico cuyos resultados se exponen en el Cuadro V).

b) Debería haber interesado en pagar por la empresa una suma superior a la resultante de la suma algebraica de las valuaciones de:

1. los activos identificables
2. los costos imputables contra ingresos futuros
3. los pasivos
4. la participación de los accionistas minoritarios sobre el patrimonio de las sociedades controladas”

b. Criterios para considerar el valor llave en la contabilidad

Como norma general existe coincidencia en el sentido de que la llave de negocio sólo puede exponerse en los estados contables cuando se ha pagado por ella, es decir que surge de transacciones de transmisión de dominio o propiedad de derechos sobre activos, siendo el valor llave validado por una operación de mercado⁹.

Ya hemos expuesto que solo puede tener valor lo que es susceptible de generar flujos de fondos futuros apropiables, por ello el valor de un activo intangible como el valor llave requiere de la identificación generación futura de flujos de fondos asociados a la propiedad del mismo. Este valor es más susceptible de ser validado cuando surge de una transacción voluntaria, como resultado de una compraventa definida y efectuada entre personas enteramente independientes, y aún en este caso sólo hasta el importe de su costo en efectivo o su equivalente. La mayor parte de los especialistas contables¹⁰, considera que en el momento de la adquisición se cristaliza este valor inmaterial, como consecuencia del proceso de negociación entre comprador y vendedor, siendo la llave

⁹ La NIC N°22 titulada Combinaciones de Negocios, al referirse a la llave adquirida expresa: “La llave de negocio surgida en la adquisición representa un pago hecho por el adquirente por causa de los beneficios económicos a conseguir en el futuro”.

¹⁰ Ver Bertora (1975).

una especie de indemnización que éste último recibe por los flujos de fondos adicionales que dejará de percibir.

En definitiva, los autores coinciden en la necesidad de identificar la valuación de la llave, como la suma de mayores valores asignados a distintos componentes tangibles e intangibles que se transfieren en base a las expectativas de utilización que les brindará el nuevo propietario. Debe reconocerse las dificultades para su determinación.

La Resolución Técnica 18 a diferencia de normas anteriores se refiere a la llave de negocio en los siguientes términos:

La llave de negocio (positiva o negativa) sólo se reconocerá en los casos requeridos por:

- a) Las adquisiciones, en caso de combinaciones de negocios, cuando resulta aplicable tal concepto¹¹.
- b) Casos en que se poseen participaciones permanentes en sociedades sobre las que se ejerce control, control conjunto o influencia significativa, en que resulta de aplicación la Resolución Técnica 5.

La normativa contable no reconoce la llave autogenerada ni los cambios en el valor de la llave adquirida que fueren causados por el accionar de la administración del ente o por hechos del contexto. Sin embargo, es de vital importancia considerar que el no reconocimiento no significa que el activo intangible no exista.

c. Amortización del activo intangible

La llave de negocios desde el punto de vista contable puede ser positiva o negativa¹². Existen posiciones que sustentan la amortización del valor llave¹³ y otras que sostienen

¹¹ Define combinación de negocios a la transacción entre entes independientes que da lugar a la aparición de un nuevo ente económico debido a que uno de los entes se une con el otro u obtiene el control sobre los activos netos y las actividades del mismo. Una combinación de negocios puede estructurarse de distintas formas, en función de razones legales, fiscales u otras consideraciones, siendo algunos de ellos:

- a) La compra de activos netos de otro ente.
- b) La constitución de un nuevo ente, que toma el control sobre los entes combinados.
- c) La transferencia de activos netos de uno o más de los entes combinados a otro.

Define adquisición a la combinación de negocios mediante la cual un ente (el adquirente) obtiene el control sobre los activos netos y las actividades de otro (el adquirido) a cambio de la entrega de dinero u otros activos, la asunción de una deuda o la emisión de capital.

Se presume que se obtiene el control (y que por lo tanto existe un adquirente) cuando una parte compra más de la mitad de los derechos de voto de la otra.

El total del rubro (positivo o negativo) debe presentarse a continuación de los activos y restando o sumando a éstos. Esto resulta coherente con la idea que dicho valor es consecuencia de los activos tangibles e intangibles transferidos no pudiendo identificarse con ninguno de ellos en particular.

¹² La porción de la llave negativa que se relacione con las expectativas de pérdidas o gastos futuros esperados de un ente adquirido, que no haya correspondido reconocer como pasivos a la fecha de la adquisición y que pueda ser determinada de manera confiable a dicho momento, se reconocerá en resultados en los mismos períodos a los que se imputen tales quebrantos o gastos. Si estos no se produjesen en el período esperado, se aplicará la norma del párrafo siguiente. El resto de la llave negativa se reconocerá en resultados de forma sistemática, a lo largo de un período igual al promedio ponderado de la vida útil remanente de los activos de la sociedad emisora que estén sujetos a depreciación.

¹³ Para la estimación de la vida útil se considerarán, entre otros factores:

que el mismo no debería amortizarse mientras perdure la ventaja competitiva que le da origen, ya que inclusive la misma puede haber aumentado¹⁴.

Siguiendo la RT 18, la medición contable de la llave de negocio positiva se efectuará a su costo original menos su depreciación acumulada y menos las desvalorizaciones que correspondiere reconocer por aplicación de las normas referidas a su comparación con el valor recuperable. La depreciación de la llave positiva se debiera calcular sobre una base sistemática a lo largo de su vida útil, la cual debería representar la mejor estimación del período durante el cual se espera que el ente reciba beneficios económicos provenientes de la llave. Ahora si la llave de negocio tuviese vida útil indefinida, no se computará su depreciación y se realizará la comparación con su valor recuperable en cada cierre de ejercicio.

Además se debiera analizar en cada cierre de ejercicio si las causas que motivan esta decisión continúan para este activo o existen nuevos elementos de juicio¹⁵.

En caso de amortizarse se procede por el método de línea recta, salvo que exista evidencia demostrada de la existencia de otro método más apropiado. Dado que la activación de la llave se fundamenta en que ésta forma parte de un activo mayor, la inversión, su amortización periódica resulta necesaria para la determinación del resultado que dicha inversión ha producido.

Lo desarrollado en el trabajo lleva a concluir que la única posibilidad de registrar contablemente un valor llave de negocio estará dada cuando se produzca su adquisición y se considere razonablemente que en un futuro se mantendrán las ventajas por las cuales se ha efectuado la erogación.

-
- a) la naturaleza y vida previsible del negocio adquirido;
 - b) la estabilidad y vida previsible del correspondiente ramo de la industria;
 - c) la información pública sobre las características de la llave en negocios o industrias similares y sobre los ciclos de vida de negocios similares;
 - d) los efectos que sobre el negocio adquirido tengan la obsolescencia de productos, los cambios en la demanda y otros factores económicos;
 - e) las expectativas que puedan existir acerca del manejo eficiente del negocio por parte de un grupo gerencial distinto al actual;
 - f) la factibilidad de mantener el nivel de desembolsos necesario para la obtención de los futuros beneficios económicos por parte del negocio adquirido;
 - g) las acciones esperadas por parte de competidores actuales o potenciales;
 - h) el período de control sobre el negocio adquirido y las disposiciones legales o contractuales que afecten su vida útil.

Se presume, admitiendo prueba en contrario, que la vida útil de la llave no supera los veinte años a partir del momento de su reconocimiento inicial. En el caso de considerarse una vida útil superior a la indicada, la comparación anual con el valor recuperable de la llave deberá hacerse cada vez que se preparen estados contables, de acuerdo con lo requerido por las normas referidas a comparaciones con valores recuperables.

¹⁴ Desde la normativa impositiva, no es deducible del impuesto a las ganancias la amortización del valor llave, marcas o activos similares que no poseen duración definida.

¹⁵ Esta medición resulta dificultosa, entre otras causas por las siguientes, según Fowler Newton:

- a) Requiere disponibilidad de información contable sobre los resultados del negocio oportunamente adquirido.
- b) Es imposible si después de la adquisición del fondo de comercio, éste pierde su individualidad y sus actividades se mezclan con las de segmentos preexistentes.
- c) Por otra parte resulta de un alto costo para las empresas efectuar la revisión al cierre de cada período económico.

d. El valor llave autogenerado

Ya hemos expuesto que la normativa contable admite la posibilidad de considerar el valor llave (que puede ser negativo o positivo) solo cuando procede de adquisiciones, o cuando en el caso de valuaciones de participaciones permanentes en sociedades sobre las que se ejerce control, control conjunto o influencia significativa.

De acuerdo a Fowler Newton (1992) sostiene que entre los requisitos que un bien debe poseer para ser considerado como activo a los efectos contables se encuentran:

- El bien debe poseer utilidad económica para dicho ente.
- El acceso a los beneficios que produce estar bajo el control del ente.
- El derecho del ente sobre el bien o el control de los beneficios debe tener un origen en una transacción u otro hecho ocurrido con anterioridad.

Agrega que para reconocer contablemente a un activo no sólo debe cumplirse las condiciones indicadas sino que, debe existir además la posibilidad de asignarle un importe en moneda sobre bases objetivas y susceptibles de verificación.

Por este motivo es habitual que los estados contables de las empresas excluyeran los intangibles no identificables autogenerados, lo cual es consistente con objetivos de prudencia y transparencia¹⁶.

i. Reconocimiento del valor llave autogenerado

Sin embargo que la situación de la firma no revista una de las condiciones expuestas precedentemente no significa que bajo algunas circunstancias el valor llave y su correspondiente activo intangible no exista.

Bertora (1975) entiende que la falta de referencia sobre el valor de llave, en un estado patrimonial, de ningún modo puede interpretarse como inexistente del mismo. Es más, en algunas circunstancias la diferencia entre la llave de negocios adquirida a terceros y la autogenerada solo proviene de la fuente de financiamiento utilizada, en el sentido que cuando se adquiere a un tercero, es este tercero quien financió el desarrollo del activo intangible que luego la firma incorpora a su valor de mercado, mientras que en el caso de la llave autogenerada es la propia firma la que financia la constitución del activo intangible.

En este sentido Bodroy, Rodríguez y Lollo (1996) citando a Biondi (1994) sostienen que la llave autogenerada se debería contabilizar en función de la realidad económica del país, y algunos autores hacen hincapié en que la inclusión de la llave en el activo mejoraría la exposición del patrimonio, lanzando el desafío de comenzar a desarrollar un método tendiente a la objetiva y prudente medición y contabilización de la llave creada.

¹⁶ La R.T. N°18 en el punto 3.1. Reconocimiento, expresa respecto a la llave autogenerada: No se reconocerán la llave autogenerada ni los cambios en el valor de la llave adquirida que fueren causados por el accionar de la administración del ente o por hechos del contexto.

Inclusive permitiría resolver el problema del ajuste por inflación por falta de actualización del valor del patrimonio neto, en el sentido de lo expuesto por Dapena (2014a).

Queda por analizar más profundamente el punto de corte entre el valor llave adquirido y el autogenerado por la empresa, como una forma de definir más precisamente los períodos de vida útil durante los cuales aquel valor deberá ser amortizado.

En este sentido existen dos puntos de vista a ser considerados:

- a) la llave representa la capacidad de la empresa de obtener ganancias superiores a las normales;
- b) la llave representa a varios activos de la empresa adquirida, que no están expresados en los estados contables.

Con relación al primer punto, bajo el concepto de llave se reconoce la capacidad de la empresa para obtener ganancias superiores a las normales con los activos identificables empleados en los negocios.

Sobre el particular es de destacar que pueden existir algunos casos en que no existan ganancias superiores a las normales, pero igualmente podría suponerse la existencia de una llave. Tal podría ser el caso de una empresa de rentabilidad normal que es adquirida para ser eliminada como competidora o para ser integrada a un grupo.

El segundo punto de vista, menos desarrollado, consiste en sugerir que la llave está constituida por la sumatoria de muchos activos intangibles que podrían ser identificados individualmente y por lo tanto permitirían la amortización de cada uno de ellos. De ser esto posible se eliminaría la necesidad de la registración de la llave.

ii. La Contrapartida de la Llave Autogenerada:

Existe coincidencia que en un modelo de aplicación de valores corrientes en forma pura, la contrapartida de la registración de la llave autogenerada, debiera ser un resultado positivo. En tal sentido, la doctrina contable y las normas legales y profesionales en algunas oportunidades han permitido su registro bajo la figura del denominado **revalúo técnico**, de los bienes de uso, que no es otra cosa que una forma parcial de reconocimiento del valor llave, sobre todo en un contexto inflacionario.

Chaves y Pahlen Acuña (1996) proponen el mismo criterio: el uso de un método similar al empleado con los bienes de uso al realizar el revalúo técnico. La contra partida conveniente para asignar el incremento patrimonial en concepto de llave sería una reserva del patrimonio neto.

De todas formas, conscientes de que este tipo de modelo con esas características no es de aplicación general, sugieren que la contrapartida sea una reserva especial no distribuible que se ubique en el Patrimonio Neto, de similar forma que el tratamiento del revalúo técnico de los bienes de uso.

Como consecuencia de estos problemas se ha optado, hasta ahora, por el no reconocimiento de estos activos, excepto en ciertos casos donde existe propiedad legal

(marcas, patentes, etc.) o cuando han sido adquiridos y se ha desembolsado una suma por ellos (llave de negocio).

Sin embargo, como expondremos a continuación, pueden darse circunstancias no comprendidas en los puntos anteriores en los que la opinión objetiva a través de dictamen de un profesional con experiencia y habilitado a tales efectos, pueda sustentar la existencia de un valor de activo intangibles y por ende su incorporación en la información contable, bajo condiciones de objetividad, prudencia y transparencia, lo que permitiría una mejor comprensión de la realidad económica y financiera de la firma a través de sus estados contables.

iii. Requisito que debiera satisfacer la contabilización de la llave autogenerada

De lo expuesto observamos que ni existe duda que el concepto de valor llave definido como el activo intangible existe, y se encuentra reflejado en los casos que es posible por la diferencia del valor de mercado de un conjunto de activos en relación a su valor de libros. Cuando el valor llave es autogenerado es porque surge de la gestión de los activos bajo administración de una empresa.

El punto de conflicto radica en su exposición en los estados contables, ya que la doctrina, por prudencia, solo permite la exposición cuando el mismo surge de una transacción entre partes que valida el valor asumido como activo intangible o valor llave¹⁷.

Para evitar transgredir el principio de objetividad es necesario que exista un sistema de medición adecuado que permita la valuación del valor llave. Si se utiliza un sistema contable basado en valores históricos no será posible reconocer el valor llave como activo, ya que los incrementos patrimoniales en un contexto de contabilidad histórica solo pueden ser consecuencia de transacciones con terceros. Solo en un sistema contable que utilice valores corrientes serían factibles las variaciones del patrimonio por efecto de causas ajenas a operaciones con terceros.

Sin embargo pueden darse circunstancias en las cuales sea necesario reflejar el valor llave en la contabilidad, y que dicho valor no surja de una transacción, sino de la incapacidad de la contabilidad de reflejar el verdadero valor de los activos bajo gestión.

De darse esta situación, el proceso de validación del activo intangible por valor llave debe ser efectuado de manera similar al que llevaría adelante un perito tasador especialista en arte, que fuese convocado para tasar una obra de arte. Como consecuencia de su informe, el propietario de la obra de arte cuenta con una opinión profesional y objetiva del verdadero valor de la obra en cuestión.

¹⁷ Este enfoque es lógico, ya que es similar a valuar los inventarios a precios de costos, en lugar de a su precio de venta, que de hacerse incluiría y adelantaría una ganancia todavía no efectuada. Sin embargo, no es del todo errad y depende de las circunstancias ya que por ejemplo en el caso del revalúo de un inmueble o de una obra de arte como inversión, o de hacienda en la contabilidad agropecuaria, se estaría procediendo de similar manera al considerar un precio de mercado.

En el caso del valor llave, el proceso de reconocimiento del activo intangible autogenerado debiera seguir similares lineamientos, convocando a un profesional de ciencias económicas con experiencia comprobable tanto académica como profesional en el proceso de valuación de firmas y activos, que a través de un informe con firma certificada proporcione una estimación profesional y objetiva del concepto de valor bajo cuestión, a partir del uso de herramientas profesionales¹⁸.

Se debe tener en cuenta de todas maneras que el concepto de valor llave se encuentra asociado a la colección de activos en particular y a los recursos mencionados precedentemente, y no a un activo en particular.

VI. Síntesis y conclusiones

Las firmas poseen un valor en función de su capacidad de generar flujos de fondos futuros, y ese valor puede ser diferente del valor expresado en la contabilidad asociado a su valor de incorporación neto del uso de los mismos, o alternativamente por su costo de reposición. La evidencia en cuanto a valor de mercado de firmas cotizantes y su respectivo valor de libros, tanto a nivel internacional como a nivel local, así lo muestra.

El concepto de valor llave refleja esta diferencia entre el valor de mercado de una firma y el valor de libros de sus activos, donde el mismo puede ser positivo (como generalmente lo es) o negativo. El valor asociado a este activo intangible proviene de recursos que administra la firma, originados en capital humano, relacional o estructural, que no encuentra su correlato en la información expuesta en los estados contables, pero si lo hacen en la perspectiva de generación de flujos de fondos futuros y en la rentabilidad de las firmas. La evidencia muestra una relación positiva entre los retornos de las firmas y el valor del intangible asociado. 1

En activos que poseen cotización pública es más fácil determinar el valor llave o del intangible a través de los múltiplos de valor de mercado de la firma o de la acción con respecto a su valor de libros. En activos que no poseen cotización pública, el valor llave o intangible puede obtenerse en transacciones de compra venta de empresas, por la diferencia entre el precio pagado por los activos y el valor de libros de los mismos. Esta

¹⁸ El valor de los activos intangibles autogenerados sería igual a la habilidad de la empresa para utilizar sus intangibles en relación con otras empresas de igual ramo. A tal efecto sugieren algunos autores:

- 1) Se calcula el promedio de ganancias antes del impuesto a las ganancias de los últimos tres años.
- 2) Obtener de los estados contables el valor final promedio de los activos tangibles de los últimos tres años.
- 3) Dividir ganancias por activos para obtener la tasa de retorno sobre activos.
- 4) Obtener para los mismos tres años la tasa de retorno promedio sobre activos para empresas del mismo tipo. Si este promedio es mayor al obtenido en el punto 3) este método no se puede aplicar.
- 5) Calcular el exceso de retorno.
- 6) Aplicar la tasa de exceso de retorno sobre los activos tangibles
- 7) A este valor restarle el impuesto a las ganancias correspondiente.
- 8) Calcular el valor presente neto de la cifra obtenida en 7) aplicando un porcentaje que puede ser el costo del capital para la empresa.

determinación se hace más difícil cuando no existen cotizaciones públicas de los activos, o cuando no se realizan transacciones; sin embargo esto no significa que el valor llave o intangible no existe.

La contabilidad tradicional ha quedado superada por el cambio en la utilización de recursos en la gestión de una firma, exponiendo diferencias aún en el caso de empresas exactamente iguales que solo poseen diferente intensidad de utilización en los recursos (recursos físicos respecto a recursos humanos). La creación de valor no depende solo de los activos físicos de la empresa sino de los “activos intangibles”, es por eso que su identificación y estructuración es imprescindible para poder administrarlos. La falta de reconocimiento de un activo intangible como el valor llave puede llevar a confusiones en la lectura de la realidad de la firma a través de los estados contables tradicionales. Las normas contables profesionales sin embargo no admiten la contabilización de los activos intangibles creados por la propia empresa.

Para evitar transgredir el principio de objetividad es necesario que exista un sistema de medición adecuado que permita la valuación del valor llave.

La posibilidad de reconocer un valor llave en la exposición de la información económica y financiera de la firma puede significar un mejor reconocimiento de su realidad, siempre y cuando el mismo sea efectuado por profesionales especialistas e idóneos, de similar manera a un perito tasador de arte que es contratado para determinar el verdadero valor de una obra de arte bajo consideración.

Referencias

- Brealey R. y Myers S. (1996). Principles of Corporate Finance. Mc Graw Hill.
- Bertora H. (1975). Llave de negocio. Ed. Macchi-Lopez.
- Biondi M. (1994). Efectos contables de las combinaciones de negocios. Ediciones Macchi Buenos Aires 1994
- Bodroy A., Rodríguez R. y Lollo F. (1996). La contabilización del valor llave autogenerado vulnera principios contables. XVII jornadas universitarias de contabilidad.
- Carazay C., Fernández A., Nannini M. y Suardi D. (1999). Consideración de la llave de negocio en los estados contables de publicación. XX jornadas universitarias de contabilidad.
- Chaves O. y Pahlen Acuña R. (1996). Valor llave, Un enfoque actual". Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- Damodaran A., (2012). Investment Valuation. Tercera edición. Wiley Finance.
- Dapena, J.P. (2002). On the property of real options and the assets that give rise to them". Working Paper Series. UCEMA
- Dapena J.P. y Fidalgo S. (2003). A real options approach to tender offers and acquisition processes. Working Paper Series. UCEMA
- Dapena, J.P. (2014a). Un enfoque económico de los efectos de la inflación en las ganancias de capital para los estados contables y el impuesto a las ganancias. Working Paper Series. UCEMA
- Fowler Newton E. (1992). Cuestiones contables fundamentales, Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- Fowler Newton E. (1993). Contabilidad Superior. Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- Mas-Colell A., Winston M. and Green J. (1995). *Microeconomic Theory*
- Rodríguez de Ramírez M. (1995). La llave de negocio: el camino abierto y transitado por recorrer. XVI jornadas universitarias de contabilidad.
- Png I., (1998). Managerial Economics. Blackwell Publishers.
- Varian, H. (1992). *Microeconomic Analysis*, Third Edition
- Vazquez R. y Bongianino de Salgado C. (1999). Un nuevo elemento para la Gestión empresarial: el capital intelectual". Ediciones Macchi. Buenos Aires.

Normativa

Resoluciones Técnicas 8, 9, 10, 13, 18. FAPCE.

Norma Internacional de Contabilidad 22 del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad.

Financial Reporting Standard 10.

Informe N°24 de la Comisión de Estudios de Contabilidad del C.P.C.E.C.F

Caso Partes: Sar Sar Roberto Mario en J° 45.704/35505 Sar Sar Roberto Mario c/ Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/ receso s/ ordinario s/ incidente de casación Tribunal: Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza Sala/Juzgado: Primera

Datos

Base de datos de empresas cotizantes en:

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls>

Información sobre empresas cotizantes en Argentina recogida de Cronista Comercial.

Anexo I

Industry Name	Number of firms	PBV	ROE	EV/ Invested Capital	ROIC
Advertising	65	4,68	16,51%	6,18	51,55%
Aerospace/Defense	95	4,17	21,60%	9,05	57,83%
Air Transport	25	7,62	42,68%	2,25	13,27%
Apparel	70	4,43	17,87%	3,58	22,17%
Auto & Truck	26	2,48	22,05%	1,5	7,72%
Auto Parts	75	2,33	17,54%	2,45	25,08%
Bank	7	1,48	15,03%	1,36	0,00%
Banks (Regional)	721	1,27	9,52%	1,32	0,00%
Beverage	47	5,68	27,62%	4,79	27,28%
Beverage (Alcoholic)	19	2,69	18,28%	3,04	12,86%
Biotechnology	349	7,88	6,77%	7,56	12,92%
Broadcasting	30	3,11	74,10%	3,35	26,24%
Brokerage & Investment Banking	49	1,25	9,25%	1,08	0,29%
Building Materials	37	3,61	6,78%	3,33	14,44%
Business & Consumer Services	179	3,71	12,48%	4,27	23,39%
Cable TV	16	5,81	26,62%	2,93	20,34%
Chemical (Basic)	47	2,3	8,80%	2,18	14,86%
Chemical (Diversified)	10	3,06	24,33%	2,94	13,69%
Chemical (Specialty)	100	3,59	22,10%	4,2	29,31%
Coal & Related Energy	45	1,52	-14,66%	1,26	2,53%
Computer Services	129	5,54	39,46%	6,86	57,15%
Computer Software	273	4,16	21,53%	6,7	46,27%
Computers/Peripherals	66	3,39	24,55%	3,59	42,04%
Construction	18	2,74	3,62%	2,88	5,61%
Diversified	20	2,46	13,06%	1,68	4,94%
Educational Services	40	2,05	-0,13%	2,38	13,61%
Electrical Equipment	135	4	13,67%	6,2	35,15%
Electronics	191	2,09	7,98%	2,43	11,52%
Electronics (Consumer & Office)	26	1,57	25,66%	2,29	16,85%
Engineering	56	1,84	7,61%	2,82	21,76%
Entertainment	85	3,07	17,45%	4,47	29,60%
Environmental & Waste Services	108	2,69	8,28%	3,38	20,22%
Farming/Agriculture	29	1,39	4,82%	1,32	7,16%
Financial Svcs.	76	2,56	15,50%	1,64	1,74%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	17	0,84	6,45%	1,02	0,17%
Food Processing	97	3,38	15,94%	4,3	25,29%
Food Wholesalers	18	3,51	17,74%	3,34	25,57%
Furn/Home Furnishings	36	2,71	12,99%	2,77	19,31%
Healthcare Equipment	193	3,26	11,87%	4,02	29,20%
Healthcare Facilities	47	4,77	26,29%	2	14,54%
Healthcare Products	58	3,21	5,52%	4,39	14,47%
Healthcare Services	126	2,36	13,14%	4,85	38,67%
Healthcare Information and Technology	125	3,89	9,45%	5,89	21,23%
Heavy Construction	46	3,28	22,00%	2,13	13,10%
Homebuilding	32	1,93	32,64%	1,52	10,22%
Hotel/Gaming	89	3,33	4,50%	2,21	10,37%
Household Products	139	4,49	21,68%	5,74	37,25%
Information Services	71	5,72	22,24%	8,98	47,15%
Insurance (General)	26	0,93	4,08%	1,02	6,06%
Insurance (Life)	27	1,2	6,08%	1,19	6,11%
Insurance (Prop/Cas.)	53	1,31	14,34%	1,31	11,86%
Internet software and services	330	5,09	11,75%	6,8	21,66%
Investment Co.	65	1,14	9,68%	1,21	2,15%
Machinery	141	3,23	15,70%	4,51	28,02%
Metals & Mining	134	1,63	6,26%	1,51	15,12%
Office Equipment & Services	30	4,6	19,42%	3,49	24,24%
Oil/Gas (Integrated)	8	2	18,31%	1,94	18,99%
Oil/Gas (Production and Exploration)	411	1,91	6,74%	1,25	-7,27%
Oil/Gas Distribution	80	2,12	12,66%	1,79	10,78%
Oilfield Svcs/Equip.	163	2,15	13,18%	2,32	19,64%

Packaging & Container	24	3,38	15,61%	3	18,14%
Paper/Forest Products	21	2,93	15,98%	2,23	13,25%
Pharma & Drugs	138	3,78	19,71%	4,54	28,42%
Power	106	1,64	8,70%	1,39	7,44%
Precious Metals	166	0,96	-8,92%	0,97	5,02%
Publishing & Newspapers	52	1,81	7,05%	2,95	26,06%
R.E.I.T.	46	0,91	12,55%	0,99	0,01%
Railroad	10	3,3	19,85%	2,36	16,13%
Real Estate (Development)	22	1,87	-4,29%	1,68	1,44%
Real Estate (General/Diversified)	11	2,64	1,02%	2,15	1,33%
Real Estate (Operations & Services)	47	3,15	19,84%	2,46	8,55%
Recreation	70	4,41	18,03%	3,38	20,47%
Reinsurance	3	1	6,05%	1,01	6,66%
Restaurant	84	7,56	27,46%	3,84	16,51%
Retail (Automotive)	30	5,32	30,79%	2,35	12,78%
Retail (Building Supply)	7	6,19	23,12%	3,49	16,37%
Retail (Distributors)	87	3,62	12,92%	2,53	15,52%
Retail (General)	21	3,28	17,68%	2,37	13,23%
Retail (Grocery and Food)	21	4,35	10,91%	2,2	7,07%
Retail (Internet)	47	11	18,36%	13,33	33,24%
Retail (Special Lines)	137	3,38	17,29%	2,59	13,40%
Rubber & Tires	4	2,7	45,41%	1,71	23,80%
Semiconductor	104	2,8	13,14%	3,06	18,35%
Semiconductor Equip	51	2,33	-1,21%	2,78	7,79%
Shipbuilding & Marine	14	1,78	0,37%	1,49	6,64%
Shoe	14	5,32	24,27%	4,75	25,11%
Steel	37	1,67	-6,67%	1,61	7,99%
Telecom (Wireless)	28	2,21	-15,63%	1,51	-0,60%
Telecom. Equipment	131	2,66	15,67%	3,6	23,43%
Telecom. Services	82	1,86	5,78%	2,09	14,48%
Thrift	223	1,03	-79,47%	1	0,00%
Tobacco	12	103,2	214,71%	13,25	109,73%
Transportation	22	5,99	14,75%	4,27	13,83%
Trucking	28	4,2	16,01%	1,91	11,36%
Utility (General)	20	1,76	7,34%	1,43	6,93%
Utility (Water)	20	1,96	9,95%	1,57	8,54%
Total Market	7766	2,6	15,68%	1,81	6,52%