



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

NORMA TTN 20.1

7 de agosto de 2014

VALUACION DE EMPRESAS
A PARTIR DE LA VALUACION DE SUS ACTIVOS FISICOS

1. INTRODUCCIÓN:

Se analizarán varias metodologías exponiéndose los procedimientos, los resultados obtenibles y las recomendaciones a tener en cuenta desde el punto de vista del tasador.

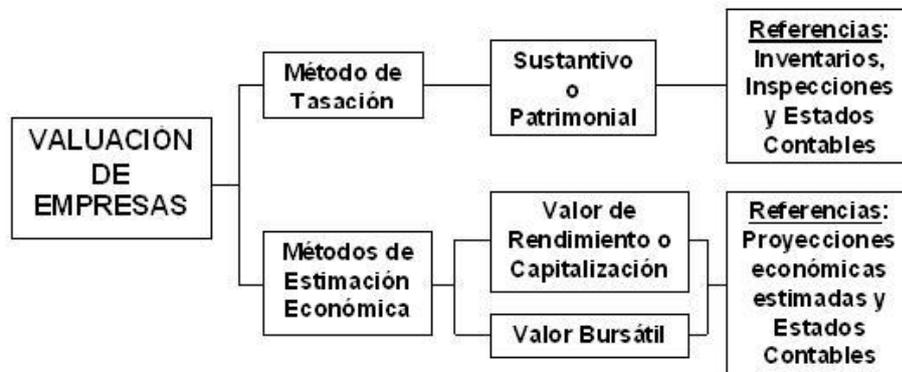
2. METODOS DE VALUACION:

Puede definirse los procedimientos de valuación de empresas como de Tasación o de Estimación Económica.

De Tasación son aquéllos que se basan en datos técnicos, de inventarios, de inspección de los activos físicos, y en pasivos auditados.

Los de Estimación Económica son aquéllos en los que el resultado de la valuación surge básicamente de la estimación de los rendimientos futuros, o de otro tipo de información como la bursátil.

El siguiente gráfico ejemplifica el criterio expuesto:



A continuación se expone cada método:



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

2.1 VALOR SUSTANTIVO O PATRIMONIAL:

El valor patrimonial es el valor de los recursos propios cuando los bienes del activo físico y ciertos intangibles se tasan a valores de mercado, en tanto el resto de los activos y los pasivos se obtienen de los estados contables de la empresa, con su correspondiente auditoría interna y externa o de informes especiales que se obtengan según el caso.

También se define como la resultante de la liquidación de los activos y pasivos que quedaría si se realizara todo el activo a precios de mercado y se pagara la deuda.

Para su obtención se deberán valuar los bienes de uso, incluyendo el software, y para el resto de los activos y pasivos podrán considerarse los datos expuestos en los estados contables, convenientemente revisados.

Los métodos de tasación más convenientes para los bienes de uso de carácter ordinario son los métodos comparativos, en los que se estima un valor de mercado de un bien por comparación de ofertas. También puede emplearse el método de tasación basado en el valor de reposición depreciado, en particular para los bienes de naturaleza extraordinaria.

Es fundamental contar con información fidedigna, por lo tanto es conveniente que se encuentren auditados y aprobados por los órganos de control.

Las referencias que tiene este método son los datos técnicos de los inventarios y los estados contables auditados.

Estados Contables como referencia:

En la valuación de empresas se puede considerar la información que proporcionan los estados contables, en todos aquellos rubros en los que el Tribunal no cuente con algún procedimiento establecido.

Serán considerados los estados contables más próximos a la fecha de tasación, que se encuentren debidamente auditados, considerando las contingencias que pudiesen tener incidencia en la exposición de dichos estados, entre su fecha y la de valuación.

El objetivo principal de la contabilidad de una empresa consiste en estimar la ganancia que se genera en un período de tiempo determinado, generalmente un



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

ejercicio contable, como resultado de calcular la diferencia entre el patrimonio inicial y final.

Los estados contables presentan información en el activo de distinta naturaleza material, inmaterial y jurídica, y en cuanto al pasivo se exponen partidas jurídicas también diferentes con cuentas exigibles a corto plazo y a largo plazo, por lo cual deben considerarse adecuadamente.

Los bienes de uso se calculan a partir de los precios históricos que no coinciden con los precios de mercado, y se aplican amortizaciones que resultan de una convención contable que tiene otras finalidades. Se utilizan ajustes por índices de actualización y de monedas de referencia, con una depreciación lineal por edad que no toma en cuenta el estado de los bienes, constituyendo un denominado valor recuperable que no es un valor objetivo o de mercado.

Por lo expuesto, el valor del patrimonio neto obtenido de la contabilidad puede no corresponderse con el valor de mercado de una empresa, ni ser considerado como un valor de tasación, porque el mismo es construido con parámetros que responden a otras finalidades.

2.2 VALOR DE RENDIMIENTO O DE CAPITALIZACION:

El Valor de Rendimiento o de capitalización está en función de las expectativas de generar beneficios económicos en el futuro.

Es un ejercicio ligado a la actividad productiva de la empresa, desde la perspectiva conceptual y a la teoría de la inversión, desde la perspectiva metodológica.

La empresa se valora teniendo en cuenta que teóricamente es una fuente de generar excedentes, de producir rentas, y para el cálculo de su valor se utilizan los métodos de análisis de inversiones.

El valor de rendimiento se define como:

$$VR = \frac{F1}{(1+r)} + \frac{F2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A}{(1+r)^n}$$

donde:

- VR: Valor de la empresa
- F1, F2 y Fn: Flujos de caja o diferencia entre cobros y pagos, que se espera que genere en los próximos años.



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

- A: Valor de los activos físicos.
- n: número de años
- r: tasa de descuento.

Uno de los principales problemas de la valuación de empresas por capitalización es la elección de la tasa de descuento, que transforma valores monetarios futuros en actuales, y es un dato esencial en el cálculo, así como la cantidad de períodos considerados.

2.3 VALOR BURSÁTIL:

La cotización de acciones en bolsa no puede sin más ser tomada como un indicador del valor objetivo de la empresa, porque no cotiza el 100% de las acciones. Sólo un porcentaje mínimo autorizado es expuesto a la cotización bursátil.

El comportamiento del valor de referencia bursátil, generalmente está influido por expectativas que pueden provocar variaciones en el valor de cada acción, por lo tanto, solamente podrá ser considerado como una referencia.

3. DESARROLLO DEL METODO DE TASACIÓN PARA LA OBTENCIÓN DEL VALOR SUSTANTIVO O PATRIMONIAL:

Para la utilización del presente procedimiento es conveniente la exposición de algunos conceptos generales y criterios que se deben considerar en función de la tasación a realizar.

La empresa cuenta con capital fijo: terreno, edificios, maquinarias, instalaciones, rodados y muebles y útiles, los que se deberán ser considerados en el análisis, no así el capital circulante: mercadería en stock, mercadería en producción, materiales, depósitos de dinero, etc.

Es posible utilizar para la información económica de la empresa los estados contables auditados, pero considerados en función del objetivo de la tasación.

Se procederá de la siguiente forma:

3.1. TASACIÓN DE LOS BIENES DE USO:

Realizar la valuación de los bienes siguiendo los procedimientos determinados en las siguientes Normas:



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

Terrenos: Método de comparación Norma TTN 3.x, 5.x, 12.x ó 16.x.

Campos: Método de comparación Norma TTN 3.x, 5.x y 18.x.

Edificios: Método de comparación Norma TTN 3.x y 6.x o el Método del Costo Normas TTN 4.x y 14.x, según lo que corresponda a criterio del tasador.

Maquinarias y Rodados: Normas TTN 11.x. y 17.x.

Instalaciones: Normas TTN 19.x y 22.x.

Muebles y útiles: Normas TTN 11.x. y 17.x.

Software: Norma TTN 24.x.

Aeronaves: Norma TTN 25.x.

Embarcaciones: Norma TTN 26.x.

Yacimientos y Canteras: Norma TTN 21.x.

Alquileres y Concesiones: Norma TTN 23.x.

El valor de los bienes en leasing debe ser considerado como la suma de las cuotas pagadas a la fecha de tasación y su deuda el de las cuotas a abonar.

Estos procedimientos deben ser llevados a cabo por Arquitectos, Ingenieros y especialistas en Sistemas Informáticos, según las respectivas incumbencias o alcances de títulos universitarios de grado, dado que en las inspecciones deben considerarse las características técnicas de los bienes.

3.2. RESTO DE LOS ACTIVOS:

Se podrá considerar el valor registrado en los estados contables por medio de un informe que presente un especialista contable y/o jurídico según corresponda.

Las inversiones en empresas controladas o vinculadas se podrán valuar con el procedimiento del valor sustantivo o patrimonial.

3.3. PASIVOS:



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

Se podrá considerar el valor registrado en los estados contables por medio de un informe que presente un especialista contable y/o jurídico según corresponda.

Los rubros Provisiones o Previsiones por causas judiciales son establecidos por medio de análisis realizados por estudios de profesionales en abogacía, que determinan el grado de certeza o probabilidad de producirse una sentencia, y proponen cual es el valor de la contingencia en juicios a registrar en la contabilidad. También pueden existir provisiones o previsiones no judiciales que son establecidas por el profesional contable responsable.

3.4. VALOR DE LA EMPRESA:

Con los valores de los bienes tasados y con el informe del resto de los rubros que componen el activo, se obtiene un valor de activos ajustado, al cual se le resta el valor de los pasivos ajustados, obteniéndose el valor de la empresa.

El valor del paquete accionario se corresponderá con la cantidad de acciones del caso.

4. EXPROPIACION DE EMPRESAS:

Se debe considerar lo establecido en la Ley N° 21.499 de Expropiaciones y en particular lo determinado en el Artículo 10 de la misma:

Artículo 10 – La indemnización sólo comprenderá el valor objetivo del bien y los daños que sean una consecuencia directa e inmediata de la expropiación. No se tomarán en cuenta circunstancias de carácter personal, valores afectivos, ganancias hipotéticas, ni el mayor valor que pueda conferir al bien la obra a ejecutarse. No se pagará lucro cesante. Integrarán la indemnización, el importe que correspondiere por depreciación de la moneda y el de los respectivos intereses.

De las “ganancias hipotéticas” el Alto Tribunal ha considerado al denominado “valor del porvenir” que toma en cuenta valores anteriores y posteriores a la fecha de posesión, señalando que el mismo es ajeno al valor objetivo, único que debe computarse para la indemnización y nunca respecto de fechas posteriores a la toma de posesión del bien por el expropiante. CSJN, Nación Argentina c. Juan M. Rossi, Fallos 240:18. Sentencia del año 1958.

Asimismo, la Corte dijo que la indemnización ha de atender a las concretas circunstancias del caso y no a situaciones hipotéticas o eventuales. CSJN, Nación



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

Argentina c. Las Palmas del Chaco Austral S.A., Fallos 305:1897. Sentencia de fecha 10 de noviembre de 1983.

Por lo anteriormente manifestado y porque permite conocer la real situación de la empresa en una fecha dada, se recomienda utilizar en expropiación el método patrimonial, así como en aquellas empresas que se encuentren al final de su vida económica o en liquidación.

5. APLICACIÓN DE LA TASA INTERNA DE RETORNO EN EL ANÁLISIS DE INVERSIONES:

La tasa interna de retorno es aquella que hace igual a cero el valor actual de un flujo de beneficios netos. La TIR es un indicador financiero de la gestión de la empresa y sirve para estudios de actualización productiva.

El valor de los activos muebles e inmuebles no necesariamente guarda relación directa con la actividad productiva, salvo en su momento inicial, donde éstos pueden considerarse como inversiones destinadas a la actividad.

Por lo tanto, estos bienes deben considerarse a su valor objetivo, como así también las depreciaciones, mantenimiento, reparaciones o modificaciones que se realizan sobre éstos y que afectan al análisis de costos productivos.

Los datos de los flujos de fondos deben ser proporcionados por un profesional con incumbencia en el tema.

Las mejoras necesarias y de mantenimiento deben ser informadas por los responsables de las áreas según corresponda, a fin de que sean considerados en los costos operativos, o serán de las que surjan de la inspección de los activos físicos.

Con los datos obtenidos, se calcula la diferencia actualizada al momento de la valuación entre ingresos y egresos y la tasa interna de retorno.

La Tasa Interna de Retorno no deberá ser utilizada para obtener el valor objetivo de los activos físicos, porque dicho valor en el mercado es independiente de la actividad comercial de la empresa o industria. Los gráficos 1 y 2 ejemplifican el procedimiento. Con igual flujo de ingresos y egresos y considerando diferentes inversiones iniciales, se obtienen distintos valores de tasa interna de retorno.

6. RECOMENDACIONES:



***Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación***

Se destacan las siguientes recomendaciones:

1. No ajustar los valores de los bienes muebles o inmuebles con índices de actualización, los mismos pueden no responder a la situación del mercado.
Periódicamente deben tasarse los bienes por variaciones del mercado, cambios económicos o contingencias que modifiquen el valor.
2. Los bienes muebles e inmuebles deben depreciarse según los criterios de las Normas TTN vigentes.
3. Se debe tasar la tierra y el edificio para informar sus valores objetivos y no suponer una relación porcentual fija.
4. No se deben utilizar valores fiscales, ya que los mismos no son representativos de los valores de mercado, además de no ser el fiscal un valor objetivo.
5. En el inventario de bienes muebles debe ser informado la antigüedad y el estado en que se encuentra cada bien,
6. Para el caso de tasaciones de gran cantidad de bienes, se podrá utilizar el método de muestreo con la información del estado y antigüedad de cada bien.
7. La presente norma puede utilizarse en aquellos entes que jurídicamente son de distinta naturaleza a una empresa.

REFERENCIA BIBLIOGRAFICA:

Normas del Tribunal de Tasaciones de la Nación.

Métodos de Valoración de Empresas, Vicente Caballer Mellado, Universidad Politécnica de Valencia.



Ministerio de Planificación Federal
Inversión Pública y Servicios
Tribunal de Tasaciones de la Nación

ANEXO:

	Ingresos	Egresos	Utilidades	TIR
Inversión			-\$ 72.000.000	
Año 1	\$ 10.000.000	\$ 9.900.000	\$ 100.000	
Año 2	\$ 82.000.000	\$ 81.200.000	\$ 800.000	
Año 3	\$ 198.000.000	\$ 168.000.000	\$ 30.000.000	
Año 4	\$ 194.000.000	\$ 166.000.000	\$ 28.000.000	
Año 5	\$ 207.000.000	\$ 165.000.000	\$ 42.000.000	
Año 6	\$ 198.000.000	\$ 154.000.000	\$ 44.000.000	16,51%
Total	\$ 889.000.000	\$ 744.100.000	\$ 144.900.000	

Gráfico 1

	Ingresos	Egresos	Utilidades	TIR
Inversión			-\$ 284.000.000,00	
Año 1	\$ 10.000.000	\$ 9.900.000	\$ 100.000	
Año 2	\$ 82.000.000	\$ 81.200.000	\$ 800.000	
Año 3	\$ 198.000.000	\$ 168.000.000	\$ 30.000.000	
Año 4	\$ 194.000.000	\$ 166.000.000	\$ 28.000.000	
Año 5	\$ 207.000.000	\$ 165.000.000	\$ 42.000.000	
Año 6	\$ 198.000.000	\$ 154.000.000	\$ 44.000.000	-13,17%
Total	\$ 889.000.000	\$ 744.100.000	\$ 144.900.000	

Gráfico 2