



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
ESCUELA DE GRADUADOS

**Carrera: Especialización en Contabilidad Superior y Auditoría**

**TRABAJO FINAL DE ESPECIALIDAD**

**LOS INTANGIBLES Y SU EFECTO EN LA DETERMINACION DEL VALOR DE  
LA EMPRESA.**

**Autora:**

**Cra. María Eugenia Díaz**

**Tutor:**

**Cr. Martín Quadro**

**Córdoba 30 de Junio de 2015**



LOS INTANGIBLES Y SU EFECTO EN LA DETERMINACION DEL VALOR DE LA EMPRESA. por María Eugenia Díaz se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

## **AGRADECIMIENTOS.**

Al Director Dr. Norberto García, a la vicedirectora de la Especialidad Dra. Eliana Werbin, quien desde el primer día de inicio de esta especialidad me acompañó y apoyó, alentándome y compartiendo todos sus conocimientos.

Al Cr. Martín Quadro mi tutor, quien supo guiarme en el presente trabajo con mucha predisposición, aportando todo su conocimiento y experiencia.

Al Profesor Arguello quien me marcó cada detalle para lograr este objetivo.

Al Cr. Fernando Rodríguez quien me ayuda a crecer en esta profesión día a día.

A todo el cuerpo docente en general de la Escuela de Graduados de la Facultad de Ciencias Económica de la Universidad Nacional de Córdoba, que forman parte de la especialidad.

## **DEDICATORIA.**

A mi novio por alentarme a comenzar esta especialidad, y apuntalarme en cada paso que doy siempre a mi lado.

A mis padres y hermano quien a lo largo de toda su vida me apoyaron contribuyendo a mi formación académica, en especial a mi madre que incondicionalmente me apoya y cree en mí, en todas y cada una de las decisiones que formaron y forman parte de mi vida.

A mis amigas de siempre.

A mis compañeras de especialidad, por transitar este camino juntas.

## **RESUMEN.**

El objetivo de este trabajo permitió conocer en primer lugar, que son los activos intangibles de un ente, y observar los diversos criterios contables que coexisten en la actualidad, con su consecuente incidencia en el valor de la empresa. Dicho valor visto no solo desde un punto de vista contable, sino también desde un punto de vista financiero o de mercado.

Se estudiaron también las limitaciones e inconsistencias que plantea la contabilidad a la hora de incorporar y medir estos activos intangibles.

Se analizó el caso de la empresa Telecom Argentina S.A, considerando en primer lugar la valuación que proporciona la compañía a este tipo de activos, como están conformados sus intangibles. En segundo lugar se realizó un análisis acabado y en base a diversos supuestos de cuál es el valor actual de las acciones de la compañía, confrontado con su valor de cotización en el mercado.

Se incluyó también en este análisis como una variación en los activos intangibles de la empresa, incide de manera directa en los flujos de fondos de la empresa, y en consecuencia en el valor de las acciones de la compañía.

**Palabras Clave:** Medición, Reconocimiento, flujos de operaciones, Valor Actual, Valor Contable.

## **ABSTRACT.**

The objective of this work allowed to know first, who are the intangible assets of an entity, and observe the different accounting policies that coexist today, with its consequent impact on the value of the company. This value seen not only from an accounting point of view but also from a financial point of view or market.

The limitations and inconsistencies arising from accounting to incorporate time and measure these intangible assets were also studied.

If the company Telecom Argentina SA was analyzed, considering first valuation company that provides this type of asset, as are comprised intangible. Second, a thorough analysis to various assumptions of what the current value of the shares of the company, faced with their market value in the market place and base.

It was also included in this analysis as a change in intangible assets of the company, directly affects the cash flows in the company, and thus in the value of the shares of the company.

**Keywords:** Measurement, Recognition, transaction flows, Present Value, Book Value.

## INDICE.

<b>I.</b>	<b>INTRODUCCION.....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>METODOLOGÍA.....</b>	<b>4</b>
<b>III.</b>	<b>RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....</b>	<b>6</b>
<b>A-</b>	<b>ESTUDIO EXPLORATORIO BIBLIOGRÁFICO DEL SIGNIFICADO DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES Y SU CLASIFICACIÓN DENTRO DE LOS ACTIVOS DEL ENTE. ....</b>	<b>6</b>
	Definición.....	6
	Clasificación de los Intangibles.....	8
<b>B-</b>	<b>ESTUDIO EXPLORATORIO BIBLIOGRAFICO DE LA DETERMINACIÓN DEL “VALOR CONTABLE” DE LA EMPRESA, FRENTE A LOS CAMBIOS EN LA MEDICIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES.....</b>	<b>14</b>
	Medición Inicial de los Activos Intangibles.....	16
	Medición Posterior al Reconocimiento.....	17
	Amortización de los Activos Intangibles.....	18
	Costos de I&D.....	19
	Costos incurridos en el desarrollo del Valor Llave.....	22
	Limitaciones e Inconsistencias de la Contabilidad Tradicional.....	23
	Activos Intangibles Telecom Personal S.A.....	25

<b>C-</b>	<b>ANALISIS DE CÓMO INCIDEN LOS ACTIVOS INTANGIBLES EN EL</b>	
	<b>“VALOR DE MERCADO” DE LA</b>	
	<b>EMPRESA.....</b>	<b>27</b>
	Valor en libros versus Valor Real.....	27
	Calculo del EBITDA.....	28
	Cash Flow.....	32
<b>D-</b>	<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>41</b>
<b>E-</b>	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>43</b>





## **I. INTRODUCCIÓN.**

Se podría señalar que hace veinte años atrás el conocimiento, el capital intelectual o su mejor expresión los activos intangibles, no eran tan importantes. ¿Qué sucedió para que cobraran tanta relevancia? La respuesta es una sola palabra, “globalización”.

Se ha pasado de la “era industrial” a la “era del conocimiento”, debido a los avances logrados en la tecnología de la información.

El conocimiento se está transformando en un elemento esencial para la vida de las organizaciones, adquiriendo la característica de recurso básico necesario para la innovación y la evolución general de los negocios.

En la actualidad los activos intangibles constituyen alrededor del 80% del valor de las grandes corporaciones, estas a su vez incrementan sus recursos para estar en las fronteras del conocimiento y captar una mayor parcela de su mercado. (Torres Citraro L. 2012).

Alvin y Toffler H. (2007- pp 160) señalan cual es la diferencia básica entre “el petróleo y el conocimiento”, esto es que cuanto más petróleo utilizamos menos nos queda, en tanto cuanto más conocimiento utilizamos, mas del mismo creamos. Es decir, ya no puede definirse a la economía (como solía hacerse) como la ciencia de la asignación de los recursos escasos, el conocimiento es en esencia inagotable.

En la medida que se invierta en intangibles, la sociedad contará con una fuerza de trabajo capacitada, que podrá innovar y adaptar tecnologías, capacidad que a su vez le permitirá aumentar la competitividad (mayor calidad, menores costos) de los sectores involucrados, lo que traerá como resultado un aumento del PBI per cápita que significa mayores salarios. (Torres Citraro L. 2010).

Pero si quisiéramos dar una definición de activo intangible que resulte concluyente ¿cómo lo haríamos?.

La NIC 38 (Normas Internacionales de Contabilidad) emitida por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (2004) revisada, lo define como un activo identificable de carácter no monetario y sin apariencia física; la característica de ser identificable es al efecto de distinguirla de la llave de negocio. La característica de ser un activo no monetario es que no involucra el reclamo de una cantidad fija de dinero.

Sin embargo la característica de su falta de apariencia física, resulta poco clara y además no es un criterio satisfactorio para distinguir entre un activo tangible y otro intangible. Los depósitos bancarios, cuentas a cobrar, o inversiones a largo plazo carecen de existencia física, y sin embargo son catalogados como activos tangibles.

La O.C.D.E. (Organización para la Cooperación del Desarrollo Económico , 1990) pone énfasis en definir las inversiones intangibles considerando como tales a todos aquellos pagos que cubren largos plazos, con el objeto de incrementar la futura “performance” de la empresa.

Estos activos benefician a la empresa más allá del ciclo operativo de los negocios, razón por la cual se los considera activos no corrientes. (García N. Werbin E. Quadro M. 2013).

Según (Newton Fowler E. 2014) el empleo de la expresiones activos intangibles o activos inmateriales no es totalmente acertado, pues en el lenguaje común es intangible no lo que no es tangible, de modo que también lo es la participación en el patrimonio de otra entidad, por ejemplo.

En la contabilidad financiera se reconocen actualmente algunos activos intangibles identificables y controlables y además un concepto que surge de las combinaciones de empresas, comúnmente

denominado “llave de negocio”, para Vázquez R. Bongianino S. (2002) esta se define como el valor monetario imputado a la suma de todas las ventajas especiales, en algunos casos de difícil identificación, relacionada con la marcha de los negocios, teniendo en cuenta la posibilidad de que en el futuro se mantengan dichas ventajas.

El valor llave es el “crédito, fama o arraigo, esto es cierta seguridad de productividad fundada en las características concretas del giro comercial de que se trata, habida cuenta de las circunstancias en las que la pertinente estimación se haga”. (Verón A. 1997).

Los mercados ampliaron sus horizontes, las barreras al comercio se desmontaron, las transacciones financieras se realizaron sin el obstáculo de las fronteras, la competencia comenzó a ser global, y por lo tanto las empresas tenían que invertir más en Investigación y Desarrollo (I &D) para mantener el ritmo de Innovación, para ofrecer un producto o servicio de calidad y a un precio competitivo.

Existen diversos métodos de valoración de empresas (basados en la información contable, y no relacionados con la información contable). Valor no debe confundirse con precio; este es el punto de equilibrio transaccional entre un comprador y un vendedor en relación con una operación de compraventa de una empresa.

Compañías como las de telecomunicaciones, realizan grandes desembolsos en intangibles, ya que el ritmo tecnológico que deben alcanzar las obliga, para poder mantenerse en el mercado sin perder competitividad.

El objetivo de este trabajo es analizar de qué manera inciden los activos intangibles en la determinación del valor de la empresa.

## **II. METODOLOGÍA.**

Este trabajo se llevó a cabo en base a estudios exploratorios de carácter bibliográfico y tuvo en cuenta los siguientes ejes temáticos:

1. Estudio exploratorio bibliográfico del significado de los activos intangibles y su clasificación, dentro de los activos del ente.

Este estudio se realizó a través de un intenso análisis de los activos intangibles enmarcados en el contexto actual de globalización, conceptualizándolos y teniendo en cuenta sus diversas acepciones, identificando y valorando el componente intangible, que cada día cobra mayor importancia.

- Newton Fowler E. (2014).
- García N. Werbin E. Quadro M. (2013).
- Bertolino G. Diaz T. Grisolia M. Suardi D. (2008).
- Vázquez R. Bongianino S. (2002).
- Símaro J. Tonelli Omar (2008).

2. Estudio exploratorio bibliográfico de la determinación del “Valor Contable” de la empresa, frente a los cambios en la medición de los Activos Intangibles.

En este análisis se explican en primer lugar el reconocimiento inicial, medición y posterior valuación en los estados contables de la empresa. Luego como inciden distintos reconocimientos y mediciones en el Patrimonio y las limitaciones e inconsistencias que presenta la contabilidad tradicional en cuanto a la posibilidad de incorporar los activos intangibles en los balances. Se analiza cómo se componen los Activos Intangibles en Telecom

Personal S.A al 31/12/2014 y que tratamiento contable le proporciona la compañía a los mismos.

- Bertolino G. Diaz T. Suardí D. (2004).
- Vázquez R. Bongianino C. (2002).
- García N. Werbin E. Quadro M. (2013).
- Newton Fowler E. (2014).

### 3. Análisis de cómo influyen los intangibles en el “Valor de Mercado” de la empresa.

Este análisis se llevó a cabo analizando a la empresa como generadora de flujos de efectivo.

Se estudió el caso de Telecom Personal S.A., su valor de mercado y de qué manera inciden los Activos Intangibles en el valor de la compañía.

- García Parra M. Guzmán Simó P. Hiern J. Conesa J. (2004).
- Bertolino G. Diaz T. Suardí D. (2004).
- Torres Citraro L. (2012).
- Gil J. (2003).
- López Dumrauf G. (2002).
- Delfino M. (2013).
- Estados Contables Consolidados de “Telecom Personal S.A” por los ejercicios finalizados al 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2012, 31/12/2013 y 31/12/2014.

### **III. RESULTADOS Y DISCUSIÓN.**

#### **A- ESTUDIO EXPLORATORIO BIBLIOGRÁFICO DEL SIGNIFICADO DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES Y SU CLASIFICACIÓN DENTRO DE LOS ACTIVOS DEL ENTE.**

##### **Definición**

El I.A.S.C. (International Accounting Standards Committee, 1998) considera a los activos intangibles, como aquellos bienes de carácter no monetario y sin apariencia física que pueden ser identificados, controlados y distinguibles del valor llave de una empresa. Además para su consideración como Activos Intangibles deben reunir dos condiciones: la posibilidad de generar beneficios económicos futuros y que la medición del mismo sea fiable. Cabe aclarar que la generación de beneficios económicos futuros, se puede lograr a través de ingresos o ahorro de costos.

Según la Resolución Técnica (RT) 9 de la F.A.C.P.C.E (Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencia Económicas, año 1987) “se consideran intangibles 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 producir ingresos”.

La RT 17 de la F.A.C.P.C.E. del año 2000, establece que el reconocimiento de los intangibles adquiridos y producidos solo se reconocerá como tal cuando: pueda demostrarse su capacidad para demostrar beneficios económicos futuros por un lado; y su costo pueda determinarse sobre bases confiables.

Los conceptos que últimamente se han dado en llamar “Capital Intelectual” no son más que la expresión representativa de los activos intangibles que posee una organización, que en general, no están adecuadamente representados en la información contable. (Vázquez R. Bongianino C. 2002).

Un concepto amplio entiende al Capital Intelectual, como la sinergia de todos los conocimientos que reúne una empresa, toda la experiencia de sus integrantes, todo lo que se ha conseguido en término de relaciones, procesos, descubrimientos, innovaciones, presencia en el mercado e influencia en la comunidad. (Símara J. Tonelli O. 2008).

Para (García N. Werbin E. Quadro M. 2013) se puede trazar una diferencia entre los intangibles generados internamente, que son difíciles de medir y por lo tanto reconocer en el estado de situación financiera, como es el caso de los activos de Investigación y desarrollo y marcas, y los intangibles que son comprados externamente por una entidad, y tienen un costo de adquisición perfectamente establecido.

Según Newton Fowler E. (2014) las características de los activos intangibles, pueden resumirse en:

- Los que son distintos a las plusvalías:
  - No tienen sustancia física.
  - No encuadran en la categoría de “activos financieros”.
  - Son utilizados por el emisor de estados financieros, en sus actividades principales o son alquilados o licenciados a terceros.
  - Tienen una capacidad de servicio que no se agota con su primer empleo.
  - Mientras están en uso o se licencian no están destinados a la venta.



Para (Vázquez R. Bongianino C. 2002), se podría agregar otra característica importante, la cual es que los intangibles, permiten simultaneidad en el uso para atender diversos requerimientos, sin que por ello se agoten, a diferencia de los tangibles que solo pueden ser utilizados para una opción única, teniendo como límite en esta utilización el costo de oportunidad.

- Para Newton Fowler E. (2014) las denominadas “plusvalías” o “llaves de negocio”, son las que proporcionan el ente emisor de estados financieros, algún tipo de ventaja competitiva.

Continúa este autor mencionando que los intangibles (distintos a las plusvalías) se parecen a los elementos de propiedad, planta y equipo, pero se diferencian de estos por carecer de sustancia física. Por ello el reconocimiento y la medición contable de los primeros plantean problemas que son similares pero no exactamente iguales a los ocasionados por los segundos.

Ejemplos de diferencias: los elementos de propiedad, planta y equipo sufren desgaste, los intangibles no; es más fácil encontrar mercados para la enajenación de los primeros que de los segundos.

### **Clasificación de los Activos Intangibles**

De las diversas clasificaciones de intangibles que podrían hacerse, se estudió la de Newton Fowler E. (2014) por ser especialmente relevantes para el estudio de su tratamiento contable:

**a.** Según la forma de incorporación:

Un activo intangible podría haber sido:

1. Adquirido en una transacción que implica la transferencia legal de su propiedad o su arrendamiento, ó
2. Desarrollado por el ente emisor de estados financieros.

La contabilización de los activos adquiridos no suele ofrecer problemas; en el caso de los desarrollados, puede ocurrir que ni su costo ni su valor razonable puedan ser medidos de una manera fiable, para diferenciar los costos atribuibles a la creación de esos intangibles (que se espera beneficien al futuro) de los costos relacionados con los ingresos ya obtenidos (en el pasado). Debido a esto no se los suele reconocer en la contabilidad.

**b.** Según la posibilidad de enajenarlos por separado:

Algunos intangibles, como la plusvalía de un negocio y los costos anteriores a su puesta en marcha, solo pueden ser enajenados junto con ese negocio, en cuyo caso:

1. No es posible que se le asignen valores de cambio individuales.
2. Para efectuar comparaciones entre sus medidas contables primarias y sus importes recuperables, debe asignárselos a grupos de activos (que normalmente incluirán elementos de propiedad, planta y equipo).

En cambio, los intangibles vendibles por separado pueden tener Valor Razonable e Importes Recuperables individuales.

Dentro de los *enajenables por separado*, encontramos las **Invenciones**. La invención de un producto o de un procedimiento novedoso puede protegerse legalmente, en cuyo caso se obtiene una patente que otorga un derecho exclusivo (durante el periodo fijado por la ley) de usar, vender o licenciar la invención. Finalizado el plazo de protección legal, el producto o procedimiento inventado puede ser empleado libremente por cualquier persona. Hay quienes prefieren no aprovechar la protección legal y no registran sus invenciones, para así prolongar el periodo de utilización exclusiva, lo que requiere la conservación del secreto (la fórmula de la Coca Cola, jamás fue patentada). Para inventar algo se requiere la ejecución de tareas de

investigación con la realización de estudios originales o de búsqueda, y también tareas de desarrollo que involucra la aplicación de los hallazgos de la investigación y comprende actividades como la formulación conceptual, el diseño y la prueba de alternativas de productos.

También tenemos las **Marcas**, que se le denomina así a cualquier conjunto de palabras o imágenes (signos, dibujos, fotografías) que permita distinguir los bienes o servicios de una entidad de los de otras.

La protección legal de una marca se logra mediante su inscripción en el registro que la ley disponga y otorga el derecho exclusivo (a perpetuidad o durante un lapso determinado, según lo que establezca la ley) a su uso, licencia o venta.

Los **Derechos de autor** o de propiedad intelectual, surgen de un registro de obras intelectuales, como libros, artículos, programas de computación, dibujos (importantes en el caso de la industria textil por ejemplo). Como en el caso de las patentes, la propiedad legal de esas obras otorga el derecho exclusivo a su uso, venta o licencia.

Las **Licencias de uso** es otro activo de este tipo; la mayoría de las empresas cuentan con intangibles de propiedad de terceros, gracias a la adquisición de licencias que confieren el derecho (a veces perpetuo) a su utilización; el caso más común son los programas de computación.

También podemos mencionar los **Derechos de contaminación**, considerando el marco de una política de reducción de determinados contaminantes del ambiente, una legislación podría permitir que una entidad reciba certificados que le habiliten a emitir ciertas cantidades de esos contaminantes, o también que venda a otras entidades los certificados no utilizados y porque no comprar certificados adicionales a los recibidos.

Si consideramos ahora los intangibles que *no son enajenables por separado*, están por ejemplo los **Costos de puesta en marcha de las operaciones**, serian aquellos que se erogan antes de (y con motivo de) la iniciación de las operaciones de una nueva empresa, actividad o negocio y que no integran los costos de otros activos como los elementos de propiedad, planta y equipo. Estos costos pueden incluir los de campañas publicitarias relacionados con las nuevas operaciones, o por ejemplo cuando la nueva operación demanda la creación de una entidad jurídica, los denominados “costos de organización o establecimiento”, que serían todos aquellos derechos pagados para inscribirla (honorarios de asesores legales, escribanos, etc.)

La **Capacitación del personal** es muy importante para que una entidad mejore su eficacia y en consecuencia la de sus operaciones, pues los conocimientos adquiridos por los miembros del personal debería ayudar a la mejora de las operaciones futuras. Sin embargo, en el marco conceptual se conoce que para que un recurso pueda ser considerado parte del activo de una entidad, esta debe tener su control por un lado; por otro lado los beneficios de la capacitación de un empleado no están bajo el control de su contratante, porque el primero puede abandonar su empleo en cualquier momento.

La Plusvalía (o valor llave) aparece cuando una empresa tiene alguna ventaja comparativa sobre otras, en cuyo caso se espera que la rentabilidad ordinaria de su patrimonio (medido con criterios contables) esté por encima de la que podría considerarse como normal; debería haber interesados en pagar por la empresa una suma superior a la resultante de multiplicar el porcentaje de patrimonio que deseen adquirir por la suma algebraica de las medidas contables asignadas a los activos identificables, los costos imputables contra ingresos futuros, y los pasivos.

Para Suardi D. Nannini M. Carazay C. Fernández A. (2000) la empresa es un ente que realiza actividades económicas con la principal finalidad de obtener ganancias razonables. Una vez en marcha y en la medida en que esta empresa se vaya afianzando en el mercado en que se desenvuelve pueden concurrir otros factores (algunos de carácter interno, otros de carácter externo) que generan valor agregado a esa finalidad primaria de obtener ganancias, otorgándole al ente ventajas comparativas con relación a otros; esta ventaja comparativa que le da a la empresa la capacidad de obtener mayores utilidades, es la que permite definir al *valor llave*.

Las N.I.I.F. (Normas Internacionales de Información Financiera) a través de la NIC 38 (Normas Internacionales de Contabilidad, año 2004) define la plusvalía reconocida en una combinación de negocios; es un activo que representa los beneficios económicos futuros que surgen de otros activos adquiridos en una combinación de negocios que no están identificados individualmente y reconocidos de forma separada.

Por último es conveniente mencionar al **Capital intelectual**, que se caracteriza por todo aporte a una organización a través del desarrollo de habilidades, conocimiento y valores éticos de sus recursos humanos; también a la suma de todos los intangibles presentes en una empresa que se identifican con el valor creado por la investigación y el desarrollo, la innovación, las practicas, las relaciones y vínculos con los agentes del contexto y la acción de los recursos humanos que tradicionalmente no son totalmente reconocidos por la contabilidad.

El estudio de este capital puede ayudar a la identificación de datos sobre activos intangibles no reconocidos, con vistas a su inclusión en los estados financieros.

En el caso de elemento humano el control del ente es limitado, dada la característica especial de este recurso, que lleva en sí mismo el conocimiento y las capacidades sin que sea objeto de control y transferencia total por parte del ente. (Vázquez R. Bongianino C. 2002).

c. Según las restricciones temporales a su utilización:

El plazo de utilización de un intangible identificable, podría:

1. Ser ilimitado, por ejemplo un invento no patentado, una marca (siempre que la legislación no prevea un límite temporal para su uso), una licencia que por ejemplo permita utilizar perpetuamente una copia de un programa de computación.
2. Tener un límite resultante de alguna disposición legal o contractual, por ejemplo un invento patentado que puede emplearse con exclusividad durante solamente diez años, el derecho de editar 3.000 ejemplares de un libro, sin clausula de renovación automática; una franquicia para explotar un negocio de una cadena de cafeterías, durante tres años con una opción a un año más.

Las restricciones legales o contractuales del tipo indicado marcan el límite del lapso durante el cual un ente emisor de estados financieros podría controlar un intangible y debe reconocer sus depreciaciones o desvalorizaciones.

Naturalmente la “vida útil” de un intangible podría finalizar antes de que concluya el plazo de protección legal para su empleo exclusivo.

Desde otra perspectiva, una clasificación breve pero muy interesante, es la que propone Kaplan M. (1987), donde considera que los componentes de las inversiones en intangibles son:

1. Investigación y Desarrollo.
2. Software.

3. Mercado.

4. Capacitación.

De estos cuatro merecen una especial atención los **Costos de Investigación y Desarrollo (I&D)**, los de “investigación” incluyen la realización de estudios originales o la búsqueda planeada de nuevos conocimientos.

De “desarrollo” es la aplicación de los hallazgos de la investigación o de otros conocimientos a un plan o diseño para el desarrollo de un nuevo producto, servicio, proceso o técnica (fuere para su venta, licenciamiento o su empleo) o para mejorar las preexistentes de una manera significativa. Estos costos comprenden actividades como la formulación conceptual, el diseño y la prueba de alternativas de productos, la construcción de prototipos y la operación de plantas de prueba. (Newton Fowler E. 2014).

Para Bertolino G. y Diaz T. (2008) una de las características principales que presentan estas actividades de I&D es su elevado riesgo, que se concreta en la elevada incertidumbre respecto de la obtención de beneficios futuros. Es evidente que la incertidumbre es mayor en la fase de investigación que en la fase de desarrollo, dado que esta última se encuentra más cercana a la explotación del intangible que se procura obtener.

Hasta aquí las diversas acepciones y clasificaciones que pueden adquirir los activos intangibles en una compañía.

## **B. ESTUDIO EXPLORATORIO BIBLIOGRAFICO DE LA DETERMINACIÓN DEL “VALOR CONTABLE” DE LA EMPRESA, FRENTE A LOS CAMBIOS EN LA MEDICIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES.**

Como se mencionó anteriormente la RT 17 de la FACPCE (2000), menciona que los activos intangibles deben reconocerse contablemente como tales cuando:

- 1- Estén bajo el control del ente emisor de estados financieros, como resultado de hechos ya ocurridos.
- 2- Sea probable que debido a su empleo, dicha entidad obtenga beneficios económicos en el futuro.
- 3- Sea factibles asignarles un valor o un costo. Normalmente esto curre cuando, se adquiere un intangible en una operación que incluye la transferencia legal de su propiedad, se lo toma en arrendamiento o es desarrollado por el propio ente.

La NIC 38 determina para el reconocimiento de los intangibles que:

- 1- El activo intangible tenga identidad separada de otros aspectos de la empresa (identificable).
- 2- Que el uso del activo intangible sea controlado por la empresa como resultado de sus acciones pasadas y eventos (control).
- 3- Que puedan esperarse ventajas económicas futuras y estas fluyan hacia la empresa.
- 4- Que el costo del activo pueda medirse confiablemente.

Debido a su naturaleza, los intangibles son más difíciles de identificar, medir y gestionar que los activos tangibles. La mayor parte de estos recursos no aparecen en los balances de las empresas, debido principalmente a la incapacidad de los principios y normas contables actuales para prescribir como hacerlo de forma adecuada.

La contabilidad presenta serias deficiencias en cuanto a la revelación de información sobre los recursos intangibles: algunos se contabilizan como activos (por ejemplo una patente adquirida a



terceros), otros como gastos (en general reciben este tratamiento los costos de I&D) y otros no se contabilizan en absoluto (por ejemplo la capacidad organizativa de la empresa, o el valor de su capital humano). Bertolino G. Diaz T. Suardi D. (2008).

### **Medición Inicial de los Activos Intangibles**

En el caso que el intangible sea adquirido, el costo comprende el propio precio de compra y cualquiera de los costos directamente atribuibles para que el recurso esté disponible para su uso.

Si los activos intangibles son adquiridos mediante la entrega de acciones o a cambio de otros activos, el costo de los mismos es el valor razonable de mercado de los bienes dados o el valor razonable de mercado de los intangibles recibidos, el que sea más evidente.

Vinculado con esto está los que son adquiridos, como parte de una combinación de negocios u otra transacción de compra en bloc. La NIC 38 indica que el costo se establece a su valor razonable en la fecha de adquisición. Si el activo intangible puede negociarse libremente en un mercado activo, el precio de mercado será la mejor medición del costo. Si el activo no posee ningún mercado activo el costo se determina en base al monto que la empresa habría pagado por el recurso en una transacción libre de partes independientes a la fecha de adquisición.

Si el costo de un activo intangible adquirido como parte de una combinación de negocios, no puede medirse confiablemente, entonces este activo no se reconoce como tal y pasa a engrosar la llave de negocio.

Por su parte en el caso de activos generados internamente, puede ocurrir que ni su costo ni su valor razonable, puedan ser medidos de una manera fiable, en cuyo caso no se los reconoce en la contabilidad.

En cuanto a los costo de I&D, que se encuentran dentro de aquellos intangibles que son producidos internamente por la entidad, se consideran como gastos todos aquellos erogados durante la fase de investigación y también algunos costos de la fase de desarrollo. Por su parte algunos costos también de esta fase de desarrollo se capitalizan una vez que se ha satisfecho el criterio de *viabilidad económica*, esto es:

- Que el intangible podrá ser completado, de modo que esté disponible para su uso o venta.
- Que el ente tiene la intención de completarlo.
- Que el ente es capaz de usarlo o venderlo.
- Que el ente dispone de los recursos necesarios para tal completamiento, y para esa utilización o venta.
- La forma en que el intangible generará beneficios económicos futuros probables.
- Que el ente puede medir de manera fiable el costo de desarrollo del intangible.

### **Medición Posterior al Reconocimiento**

La NIC 38 reconoce la validez de dos bases de medición alternativa:

Modelo de Costos: después del reconocimiento inicial, un activo intangible debe ser contabilizado, según su costo menos la amortización acumulada y cualquier pérdida acumulada por deterioro.

Modelo de Revaluación: lo que implica el activo incrementado a su valor razonable. Esta revaluación debe ser reconocida en “Otro Beneficio Global” (como parte del Estado de Beneficio Global) y acumulada en la participación de los accionistas en una cuenta que refleje tal excedente

de dicho activo, salvo en la medida que los anteriores deterioros hubiesen sido reconocidos como un cargo sobre el beneficio.

La NIC 38 establece que si los activos no fueron inicialmente reconocidos (es decir, se consumieron sin ser capitalizados) no sería posible que posteriormente se puedan reconocer por su valor razonable.

Indica también que si el valor razonable, surge de la aplicación de un concepto de valor presente en función de flujos de efectivo proyectados, se considera que es demasiado poco confiable en el ámbito de los bienes intangibles, principalmente debido a que se mezclaría el impacto de los activos identificables y la llave de negocio. En consecuencia el valor razonable de un activo intangible debe ser determinado únicamente por referencia a un mercado activo (mercado donde los artículos negociados son homogéneos, los compradores y vendedores pueden encontrarse en cualquier momento, y los precios están disponible para el público en general).

### **Amortización de los Activos Intangibles**

La NIC 38 requiere que la entidad determine si un bien intangible tiene una vida útil finita o indefinida. Un futuro indefinido de la vida útil significa que no hay ningún límite previsible en el periodo durante el cual el activo se espera que genere flujos de efectivo futuros. La norma enumera una serie de factores tener en cuenta: el uso previsto por la entidad, ciclo de vida de los activos, factores técnicos, tecnológicos, comerciales; la estabilidad del sector económico en el que el activo opera; el nivel de los gastos de mantenimiento necesarios, para generar las ventajas económicas futuras, y la capacidad e intención de la compañía de alcanzar ese nivel; el periodo

de control sobre los activos y límites legales en el uso; si la vida útil del activo depende de la vida útil de otros activos.

Los activos que tienen una vida útil limitada o finita deben amortizarse en función de la vida útil y esto se puede hacer en cualquiera de las formas habituales (una asignación periódica, por unidades de producción, etc). Si las ventajas económicas futuras procedentes de un activo intangible se logran a través de derechos legales para un periodo limitado de tiempo, entonces la vida útil de este intangible no debe exceder el periodo de derechos legales.

El método de amortización utilizado debe reflejar el patrón en el cual las ventajas económicas del activo son consumidos por la entidad. La amortización debe comenzar cuando el activo esté disponible para el uso y la tasa de amortización de cada ejercicio deber ser reconocida como un gasto.

En cuanto a los métodos la norma establece que podrá ser de forma lineal, decreciente y unidades de producción. Si es utilizado un método distinto al método de línea recta, debe reflejar con precisión la fecha de vencimiento de los activos económicos del servicio potencial.

La NIC 38 especifica que el valor residual de un activo intangible, es la estimación del importe neto de la entidad informante que espera obtener de la venta del activo al final de su vida útil, después de deducir los costos estimados de la enajenación, si los bienes son de la edad y en las condiciones esperadas al final de su vida útil estimada.

### **Costos de I&D**

A los fines prácticos, para entender mejor como pueden influir en el Patrimonio, diversos reconocimientos y mediciones de los I&D , se consideró el caso de una empresa “La Limpita

SA”, cuyo departamento de Investigación y Desarrollo, realizó los siguientes trabajos en el tercer mes del ejercicio en consideración:

- 1- Análisis químico de detergentes producidos por empresas competidoras para detectar cambios de fórmulas por \$1.000
- 2- Investigación de un nuevo proceso industrial, que fue suspendida porque la dirección de la empresa consideró que los resultados del estudio, no compensarían los costos demandados por él. Monto erogado \$4.500.
- 3- Investigación de mercado para conocer el grado de aceptabilidad de los productos de la empresa por \$5.000
- 4- Conclusión del desarrollo de un nuevo proceso que, según el informe de un consultor independiente y fiable, permitirá la producción y venta de un nuevo producto, estimándose en 200.000 de paquetes la cantidad a ser vendida antes que los competidores igualen su calidad y su precio, lo que se prevé ocurrirá para fines del ejercicio siguiente al analizado para esta empresa, por \$20.000
- 5- El proceso anterior fue patentado en el cuarto mes del corriente ejercicio, lo que permite su empleo exclusivo durante treinta años. En el mismo mes comenzó la fabricación del nuevo producto, produciéndose 80.000 paquetes, de los cuales se vendieron 47.000 y quedaron en existencia 33.000.

¿Qué tratamiento se le daría a cada uno de los proyectos de acuerdo a la normativa vigente?

¿Qué proporción del costo del proceso patentado, se depreciaría en el ejercicio siguiente?

Los costos de análisis químicos y de investigación de mercado, se reconocen como gasto corriente del negocio, ya que no se reconocen como activo.

La investigación suspendida no producirá ingresos futuros, así que su costo se reconoce también como un gasto del periodo.

El desarrollo de un nuevo proceso permitirá la obtención de ingresos futuros, por lo que su costo y también el de su registro legal deberían ser activados. Como existe un presupuesto de las unidades a fabricar con el nuevo proceso, lo más razonable es depreciar su costo sobre la base de la producción obtenida. Es decir la proporción a depreciar sería  $80.000/200.000$ , es decir un 40%. Obsérvese a continuación el Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados para la situación planteada:

	2014	2013
Caja	5.500,00	4.500,00
Cuentas a cobrar	6.000,00	5.000,00
Inventarios	3.000,00	2.000,00
Intangibles	20.000,00	0,00
Activo Total	34.500,00	11.500,00
Deuda comercial	6.500,00	4.500,00
Deudas bancarias	2.000,00	1.500,00
Pasivo Total	8.500,00	6.000,00
P. Neto	26.000,00	5.500,00
Total pasivo + P.Net	34.500,00	11.500,00

	2014	2013
Ventas	25.000,00	20.000,00
Costo de Ventas	10.500,00	10.000,00
Utilidad Bruta	14.500,00	10.000,00
Gastos Administ.	2.000,00	3.000,00
Gastos de Comerc.	4.500,00	3.500,00
Utilidad Operativa	8.000,00	3.500,00
Gastos Financieros	1.000,00	500,00
Utilidad antes de Imp.	7.000,00	3.000,00
Imp. A las Gcias.	2.450,00	1.050,00
Utilidad Neta	4.550,00	1.950,00

Se hizo el supuesto, a los fines prácticos, de que el costo de ventas está conformado solamente por las erogaciones mencionadas en el ejemplo, al igual que los intangibles.

Newton Fowler E. (2014) opina que en la realidad en la cual estamos inmersos, la posibilidad de recuperar los costos invertidos en una tarea de investigación es de difícil evaluación, porque cuando se los incurre no es fácil determinar si los resultados de dicho trabajo: serán exitosos, y en tal caso si serán aplicados para desarrollar o mejorar materiales, dispositivos, productos,

procesos, sistemas o servicios. Por eso es que la activación de los costos de investigación suele estar prohibida.

Por otro lado siguiendo el ejemplo anterior, en cuanto al desarrollo del nuevo proceso, considerando que al cierre de ejercicio de la empresa, no existiese el informe de un consultor que estimara la producción y venta del nuevo producto, donde se reflejarían los \$20.000?. Evidentemente esta cifra no se activaría, por ende el patrimonio de la firma resultaría inferior al considerado en el caso anterior, y en el ejemplo básico que se analizó el resultado del ejercicio sería negativo.

Ahora bien no resultaría coherente este tratamiento, ya que hay dos argumentos a considerar para Fowler Newton E. (2014):

- 1- La posibilidad de vincular los costos erogados en desarrollo con los ingresos futuros no
- 2- debe descartarse de plano, sino que debe estudiarse caso por caso, si existe realmente la existencia de un activo o no.
- 3- Dicha vinculación es posible, cuando se cuenta con elementos para ello.

### **Los costos incurridos en el desarrollo interno del Valor Llave**

Como se manifestó anteriormente las normas contables, no admiten la activación de los costos incurridos en el desarrollo interno del valor llave, basándose en la imposibilidad de medición objetiva. A pesar de ello algunos autores proponen activar los activos intangibles generados internamente, siguiendo reglas de medición similares a las aceptadas para los activos tangibles.

Bertolino G. Diaz T. Suardi D. (2004) remarcan que los gastos requeridos por la gestión de la empresa, habitualmente se cargan a resultados en el ejercicio en que se incurren, o en el periodo

en que se obtienen los ingresos por ventas o por prestaciones de servicios. Es innegable que una parte de tales gastos no se agota totalmente en la obtención de una venta, sino que posee un efecto residual que posibilita la obtención de ingresos en ejercicios futuros.

Respetando el criterio de que costos vinculados con ingresos del ejercicio se carguen a resultados negativos en ese lapso, en tanto que los costos vinculados con ingresos de ejercicios futuros se mantengan activados, una porción de los gastos referidos debería separarse e imputarse al valor llave.

Continúan las autoras mencionando que se plantea la necesidad de valorar independientemente los distintos elementos que integran el valor llave. Esto presenta como principal inconveniente la dificultad de distinguir si una erogación incurrida es atribuible al costo de generación interna de la llave o si constituye un gasto necesario para el mantenimiento de las funciones operativas del ente con un grado aceptable de objetividad.

Desde otra perspectiva y *muy importante*, cabe plantearse si esta información es de interés a los usuarios de los estados contables, habida cuenta de que no siempre existe una relación directa entre los costos erogados y las expectativas de beneficios futuros, ya que en algunos casos el valor llave deriva de hechos del contexto y no de acciones llevadas a cabo por los administradores.

### **Limitaciones e Inconsistencias de la Contabilidad Tradicional**

Actualmente, las reglas aplicables en materia de reconocimiento difieren según cuál sea la forma de incorporación al patrimonio.



Para Bertolino G. Diaz T. Suardi D. (2008), no existe ningún argumento racional, basado en la definición de activo que explique porque los elementos intangibles, son activos cuando se los adquiere en una combinación de negocios, u otra forma de compra, y no son activos cuando son creados internamente.

La autora también menciona que existen diferencias importantes, entre el tratamiento contable de los activos tangibles e intangibles generados internamente; los activos tangibles construidos por la propia empresa califican para su reconocimiento como tales, mientras que la gran mayoría de los costos incurridos en la generación interna de recursos intangibles, son imputados a los resultados del periodo.

Estas limitaciones que presentan las normas contables en materia de reconocimiento de activos intangibles no se ven compensadas con los requerimientos en materia de información complementaria en los estados contables.

Para Vázquez R. Bongianino de Salgado C. (2002), si el objetivo primario en la preparación de estados contables, fuera la protección de los intereses de los inversores y/o acreedores, serían de total relevancia la prudencia y la verificabilidad, por ello los intangibles no adquiridos no se expondrían (contabilidad tradicional).

Continúan los autores mencionando que, si el objetivo primario en la preparación fuera el de ofrecer utilidad, tendría menor relevancia la verificabilidad, y por lo tanto debería informarse todo elemento que aumentara la utilidad de la información.

Según Símaro J. Tonelli O. (2008), la contabilidad puede mostrar un abanico de criterios valorativos alternativos, produciendo una imagen distinta de la realidad empresarial, cuya selección dependerá de los distintos usos que puede darse a la mencionada información,

produciendo una visión eminentemente relativa y condicionada de dicha realidad. Continúan los autores mencionando que para obtener una versión única e incontrovertible, habría que esperar al momento de la liquidación completa de la empresa, situación carente de sentido e inoportuna.

La aplicación de distintas alternativas de medición, ha dado lugar a que la doctrina considere dos grandes aperturas de la contabilidad:

- a. Contabilidad Multidimensional: produce un tipo de información contable heterogénea, que trata de determinar el número de unidades de los distintos fondos y corrientes contables, de acuerdo con el módulo natural de expresión que más se ajuste a la naturaleza de los diferentes elementos patrimoniales.
- b. Contabilidad Financiera: aquí la homogeneidad expresada en términos de unidades monetarias, constituye un requisito a cumplir. Esto implica poner precios apropiados a magnitudes cuya expresión natural sea distinta del dinero.

Muy interesante es lo que sostiene Newton Fowler E. (2014) que ante situaciones de incertidumbre, es preferible tratar de obtener aproximaciones razonables, en lugar de considerar que su existencia es una razón suficiente para renunciar a la medición.

### **Activos Intangibles en Telecom Personal según estados financieros al 31/12/2014**

De modo de ir introduciendo este análisis para el tercer punto de este trabajo, se analizará a continuación según los Estados Consolidados de Telecom Personal al 31/12/2014, como están conformados los activos intangibles de la compañía y que criterio adopta la misma para la incorporación, medición y amortización de estos activos:

“Los activos intangibles con vida útil definida se valúan a su costo, menos la amortización acumulada y las pérdidas por deterioro, si las hubiere.
---

Los activos intangibles comprenden:

**- Costos de adquisición de contratos de clientes (“SAC”)**

Ciertos costos directos incrementales incurridos para adquirir nuevos contratos de clientes con un período de permanencia mínima acordada (“costos de adquisición de contratos de clientes” o “SAC” por sus siglas en inglés) son capitalizados como activos intangibles en la medida que se cumplan las condiciones mencionadas para el reconocimiento de un activo intangible.

Los costos de adquisición de contratos de clientes pospagos y cuentas claras de la telefonía móvil cumplen las condiciones establecidas por las NIIF para su registración como activos intangibles, ya que este tipo de contratos establecen un plazo mínimo de permanencia en el servicio, una penalidad ejecutable por cancelación anticipada y garantizan ingresos mensuales mínimos por abonos. El SAC está compuesto en su gran mayoría por comisiones de venta pagadas por adelantado a terceros y subsidios otorgados sobre los precios de venta de los equipos celulares.

En los restantes casos, los costos de adquisición de contratos de clientes son imputados a resultados en el momento en que se incurren.

Los costos de adquisición de contratos de clientes capitalizados son amortizados sobre bases lineales a lo largo del plazo mínimo de permanencia contractual del cliente.

**- Licencias 3G y 4G**

Tal como se describe en la Nota 2.1.a), comprende las bandas de frecuencias 3G y 4G asignadas por la SC a Personal en noviembre de 2014. Las mismas fueron otorgadas, de acuerdo con el artículo 12 del Pliego de Bases y Condiciones, por un plazo de 15 años contados a partir de la notificación del acto administrativo de adjudicación (27 de noviembre de 2014). Vencido dicho plazo, la Autoridad de Aplicación podrá extender la vigencia ante la solicitud expresa del adjudicatario. La extensión del plazo será onerosa y el precio y las condiciones asociadas a la misma serán definidas por la Autoridad de Aplicación oportunamente. Consecuentemente, la Dirección de la Sociedad ha concluido que las licencias 3G y 4G poseen una vida útil definida y por lo tanto, se amortizarán de manera lineal en un plazo de 180 meses, contados a partir de la adjudicación de las mismas.

**- Licencia PCS (Argentina)**

A través de un análisis de las características relevantes de esta licencia, la Dirección ha concluido que la misma posee una vida útil indefinida, ya que no existe un límite previsible del período durante el cual se espera que el activo genere entradas netas de efectivo para la Sociedad.

**- Licencias Banda B y PCS del Paraguay**

Corresponde a los costos de renovación de las licencias Banda B y PCS de Núcleo que son amortizados a través del método lineal en 60 meses, finalizando su amortización en el ejercicio 2017.

**-Licencia Internet y transmisión de datos del Paraguay**

Se amortiza en 60 meses, finalizando su amortización en el ejercicio 2016.

**- Derechos de uso**

La Sociedad adquiere capacidad de red mediante acuerdos que le otorgan el derecho al uso exclusivo de dicha capacidad por un período de tiempo determinado. Los costos de adquisición se activan y amortizan en el plazo de duración de estos acuerdos, generalmente de 180 meses.

**- Derechos de exclusividad**

Fueron adquiridos mediante la firma de acuerdos con terceros para promocionar los productos y servicios de la Sociedad.

Los montos activados se amortizan en el plazo de duración de estos acuerdos, con vencimientos hasta el año 2028.

Tomado de Telecom Personal S.A. – Memoria y Estados Financieros al 31/12/2014.

## **C- ANALISIS DE CÓMO INCIDEN LOS ACTIVOS INTANGIBLES EN EL “VALOR DE MERCADO” DE LA EMPRESA.**

Según (García Parra M. Guzmán S. 2004) una correcta medida de los activos intangibles permitiría aproximarse más objetivamente al valor de mercado de una empresa, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Por lo tanto se hace necesario la creación de modelos que permitan cuantificar el valor del capital intangible en una empresa.

Para (Torres Citraro L. 2010) no contabilizar a los activos intangibles está fomentando la existencia de asimetrías de información y la ineficiencia del mercado. Señala este autor también que si la información que más contribuye a descubrir el valor de la empresa, no aparece en los informes contables, los analistas e inversionistas los buscarán por otras vías.

### **Valor en Libro versus Valor Real**

El “valor en libros” de una empresa (aquel que surge de sus estados contables) habitualmente difiere de su “valor real”. Esto obedece a la utilización, en algunos casos, de criterios de medición basados en el costo y que por lo tanto no reflejan el valor presente de los bienes que integran el patrimonio. (Bertolino G. Diaz T. Suardi D. 2004).

Sirve la *contabilidad* para valorar empresas? Para Delfino M. (2013), esta respuesta es NO, por diversas razones:

- El criterio de valoración de activos muchas veces difiere del valor económico.
- La contabilidad no contempla la capacidad de generación de beneficios futuros.
- No incorpora aspectos esenciales en la agregación de valor para el accionista, tales como la capacidad de gestión, la experiencia de la fuerza laboral, el posicionamiento de la

empresa en el mercado, la sinergia desarrollada por el negocio, valor de los intangibles (llave de negocio por ejemplo).

- No toma en cuenta el riesgo asociado.

En finanzas (Gil Jorge 2003) es usual analizar a las empresas como inversiones que generarán flujos de efectivo en el futuro (aumentarán o disminuirán el valor para el inversionista) y eso está afectado por el desempeño actual y por las expectativas de cambio para el futuro.

Para poder entender mejor este análisis, se realizó un detallado estudio del valor de las acciones de la empresa “Telecom Personal S.A.” analizando sus estados contables consolidados, cuyos ejercicios finalizaron el 31 de Diciembre de los años 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014.

Luego de llegar al valor de las acciones de Telecom Personal S.A. al 31/12/2014, confrontado con el valor de las mismas a su precio de cotización, se demostró como el valor de los Activos Intangibles, pueden incidir en el valor de mercado de las acciones de la compañía.

Telecom Argentina, es una de las principales empresas de Telecomunicaciones de la República Argentina. La cantidad de acciones de la compañía al 31/12/2014 asciende a 1.552.572, de las cuales 120.000 son de Nortel Inversora S.A. quien es su principal accionista controlante.

### **Calculo del EBITDA**

El punto de partida del estudio que se realizó fue el EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Este indicador financiero indica el beneficio bruto de explotación, calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros. El propósito del EBITDA es obtener una imagen fiel de lo que la empresa está ganando o perdiendo en el núcleo

de su negocio, sin incorporar gastos por intereses o impuestos, ni las disminuciones de valor por depreciaciones o amortizaciones.

A continuación se exponen los Estados de Situación Patrimonial (ESP) de la empresa para los años 2010 a 2014:

TELECOM PERSONAL S.A.					
	Histórico				
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Caja y Bancos	398	1.985	1.996	3.555	616
Excedente de Flujo de Efectivo					
Inversiones Corto Plazo	452	0	273	123	47
Cuentas por Cobrar	947	1.315	1.505	2.158	3.040
Inventarios	437	519	622	765	709
Otros Activos Corto Plazo	233	207	268	414	584
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2.467</b>	<b>4.026</b>	<b>4.664</b>	<b>7.015</b>	<b>4.996</b>
Activos Fijos Netos	3.079	3.361	3.636	4.669	6.058
Inversiones Largo Plazo	0	0	69	242	296
Intangibles	598	1.103	1.143	1.144	4.937
Otros	68	109	106	127	318
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>3.745</b>	<b>4.573</b>	<b>4.954</b>	<b>6.182</b>	<b>11.609</b>
<b>Total Activo</b>	<b>6.212</b>	<b>8.599</b>	<b>9.618</b>	<b>13.197</b>	<b>16.605</b>
Cuentas por Pagar	1.842	2.241	2.395	4.428	5.066
Prestamos por Pagar	42	19	43	15	179
Otros Pasivos Corto Plazo	13	243	297	354	428
Pasivos Sociales y Fiscales	850	1.047	992	1.401	1.067
Previsiones Corto Plazo	6	33	22	106	43
Deuda Bancaria Corto Plazo					
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>2.753</b>	<b>3.583</b>	<b>3.749</b>	<b>6.304</b>	<b>6.783</b>
Deuda Bancaria Largo Plazo	121	115	101	317	361
Previsiones Largo Plazo	190	301	372	405	392
Otros Pasivos Largo Plazo	198	266	275	131	430
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>509</b>	<b>682</b>	<b>748</b>	<b>853</b>	<b>1.183</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>3.262</b>	<b>4.265</b>	<b>4.497</b>	<b>7.157</b>	<b>7.966</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>2.950</b>	<b>4.334</b>	<b>5.121</b>	<b>6.040</b>	<b>8.639</b>
<b>Pasivo Total + PN</b>	<b>6.212</b>	<b>8.599</b>	<b>9.618</b>	<b>13.197</b>	<b>16.605</b>
<b>Control</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Obsérvese la tendencia de la inversión en los Activos Intangibles de la compañía, quien en el 2014 realizó una fuerte inversión en los mismos, más adelante se analizó en detalle.

Se realizó una proyección a 5 años de la situación patrimonial del ente, a los fines de poder luego calcular el EBITDA:

TELECOM PERSONAL S.A.					
	Proyectado				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Caja y Bancos	616	615	615	615	609
Excedente de Flujo de Efectivo	9.019	20.385	29.440	35.956	44.227
Inversiones Corto Plazo	47	47	47	47	47
Cuentas por Cobrar	2.182	2.292	2.337	2.431	2.552
Inventarios	923	969	989	1.028	1.080
Otros Activos Corto Plazo	613	675	742	890	1.024
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>13.400</b>	<b>24.982</b>	<b>34.170</b>	<b>40.967</b>	<b>49.539</b>
Activos Fijos Netos	3.635	1.515	6.664	4.483	2.363
Inversiones Largo Plazo	296	296	296	296	296
<b>Intangibles</b>	<b>5.184</b>	<b>5.702</b>	<b>6.272</b>	<b>6.900</b>	<b>7.590</b>
Otros	318	318	318	318	318
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>9.433</b>	<b>7.831</b>	<b>13.550</b>	<b>11.997</b>	<b>10.566</b>
<b>Total Activo</b>	<b>22.833</b>	<b>32.813</b>	<b>47.720</b>	<b>52.964</b>	<b>60.106</b>
Cuentas por Pagar	8.625	15.400	19.600	21.400	25.200
Prestamos por Pagar	197	226	260	286	344
Otros Pasivos Corto Plazo	428	428	428	428	428
Pasivos Sociales y Fiscales	1.120	1.232	1.356	1.627	1.789
Previsiones Corto Plazo	43	43	43	43	43
Deuda Bancaria Corto Plazo		5.200	8.877	8.877	8.877
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>10.413</b>	<b>22.530</b>	<b>30.564</b>	<b>32.661</b>	<b>36.681</b>
Deuda Bancaria Largo Plazo	0	0	0	0	0
Previsiones Largo Plazo	392	392	392	392	392
Otros Pasivos Largo Plazo	430	430	430	430	430
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>11.235</b>	<b>23.352</b>	<b>31.386</b>	<b>33.483</b>	<b>37.503</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>11.598</b>	<b>9.461</b>	<b>16.334</b>	<b>19.481</b>	<b>22.602</b>
<b>Pasivo Total + PN</b>	<b>22.833</b>	<b>32.813</b>	<b>47.720</b>	<b>52.964</b>	<b>60.105</b>
<b>Control</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Obsérvese ahora el EBITDA de los años 2010 a 2014:

Este EBTIDA, está mostrando el resultado final de la explotación de la empresa, sin incorporar, gastos por intereses o impuestos, ni la disminución de valor por depreciación o amortización de la empresa.

TELECOM PERSONAL S.A.					
	Histórico				
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Ventas	10.093	13.265	16.210	20.415	24.920
Costo de Ventas	5.164	7.121	9.072	11.829	14.795
Margen Bruto	4.929	6.144	7.138	8.586	10.125
Gastos Adm.	263	1.228	1.569	2.111	2.574
Gastos de Com.	2.506	1.882	2.326	2.579	2.978
<b>EBIT</b>	<b>2.160</b>	<b>3.034</b>	<b>3.243</b>	<b>3.896</b>	<b>4.573</b>
Gastos de Int.	214	95	179	660	998
Ingresos por Int.		202	356	975	976
Otros Gastos					
Otros Ingresos					
<b>EBT</b>	<b>1.946</b>	<b>3.141</b>	<b>3.420</b>	<b>4.211</b>	<b>4.551</b>
Impuestos	705	1.117	1.190	1.495	1.564
Rdos extraord.					
Gasto Extraord.					
Ingresos Extraord.					
<b>INGRESO NETO</b>	<b>1.241</b>	<b>2.024</b>	<b>2.230</b>	<b>2.716</b>	<b>2.987</b>
Deprec. + Amort.	636	1.339	1.682	1.921	2.038
<b>EBITDA</b>	<b>2.796</b>	<b>4.373</b>	<b>4.925</b>	<b>5.817</b>	<b>6.611</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Siguiendo con el criterio anterior se observa ahora, el cálculo del EBITDA, para los próximos 5 años en base a la información patrimonial proyectada anteriormente:

TELECOM PERSONAL S.A.					
	Proyectado				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ventas	25.169	26.428	26.956	28.034	29.436
Costo de Ventas	14.538	15.264	15.570	16.193	17.002
Margen Bruto	10.632	11.163	11.386	11.842	12.434
Gastos Adm.	2.546	2.114	2.156	2.243	2.355
Gastos de Com.	3.266	3.430	3.498	3.638	3.820
<b>EBIT</b>	<b>4.819</b>	<b>5.619</b>	<b>5.732</b>	<b>5.961</b>	<b>6.259</b>
Gastos de Int.	214	167	361	660	998
Ingresos por Int.	627	734	828	991	995
Otros Gastos	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>5.232</b>	<b>6.186</b>	<b>6.199</b>	<b>6.292</b>	<b>6.256</b>
Impuestos	2.616	3.093	3.099	3.146	3.128



Ingresos Extraord.					<b>0</b>
<b>INGRESO NETO</b>	<b>2.616</b>	<b>3.093</b>	<b>3.099</b>	<b>3.146</b>	<b>3.128</b>
Deprec. + Amort.	<b>2.423</b>	<b>2.120</b>	<b>2.302</b>	<b>2.181</b>	<b>2.120</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.242</b>	<b>7.740</b>	<b>8.034</b>	<b>8.142</b>	<b>8.379</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

## Cash Flow

Tenemos aquí el punto de partida para calcular el “cash flow” de las operaciones de Telecom, y poder llegar luego al cálculo de las acciones de la firma.

Para Delfino M. (2013) el cash flow representa un hecho, una cifra única. Cualquiera sea el criterio contable que se decida utilizar el flujo contable de operaciones va a ser el mismo.

En cambio el beneficio contable reportado por los estados contables, es una opinión entre muchas que dependerá de los métodos de valuación utilizados.

Continuando con nuestro análisis, se calculó el “cash flow de las operaciones” restándoles a los ingresos, los gastos que representaron un desembolso durante el periodo. También se calculó el “cash flow de las inversiones” detrayendo todo lo que es inversión en activo fijo, y el “cash flow de financiamiento” deduciendo todos los pagos por deudas bancarias, gastos por intereses, etc., para así llegar al “free cash flow” (FCF) que es la capacidad de la empresa de generar flujo de fondos. Cabe señalar que esta no tiene en cuenta los beneficios fiscales derivados del endeudamiento (Delfino M. 2013).

Se observa a continuación el Flujo Neto de Efectivo para el año 2011 a 2014:

CASH FLOW	Histórico			
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
	EBIT	3.034	3.243	3.896
<b>Depreciación + Amortización</b>	<b>1.339</b>	<b>1.682</b>	<b>1.921</b>	<b>2.038</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.373</b>	<b>4.925</b>	<b>5.817</b>	<b>6.611</b>
Cuentas por Cobrar	368	190	653	882
Inventarios	82	103	143	-56
Cuentas a Pagar	399	154	2.033	638
Pasivos Sociales y Fiscales	197	-55	409	-334
Impuestos	1.117	1.190	1.495	1.564
Otros Activos Corto Plazo	-26	61	146	170
Otros Pasivos Corto Plazo	230	54	57	74
Cambios en el Cap. de Trab.	-715	-1.391	62	-2.182
<b>Cash Flow de las Operaciones</b>	<b>3.658</b>	<b>3.534</b>	<b>5.879</b>	<b>4.429</b>
Activos Fijos	1.621	1.957	2.954	3.427
Capex				
Intangibles	505	40	1	3.793
Inversiones Corto Plazo	-452	273	-150	-76
Inversiones Largo Plazo	0	69	173	54
Otros	41	-3	21	191
<b>Cash Flow de las Inversiones</b>	<b>1.715</b>	<b>2.336</b>	<b>2.999</b>	<b>7.389</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1.943</b>	<b>1.198</b>	<b>2.880</b>	<b>-2.960</b>
Deudas Bancarias Corto Plazo	0	0	0	0
Previsiones Corto Plazo	27	-11	84	-63
Prestamos por Pagar de CP	-23	24	-28	164
Deuda Bancaria Largo Plazo	-6	-14	216	44
Previsiones Largo Plazo	111	71	33	-13
Gastos por Intereses	-95	-179	-660	-998
Ingresos por Intereses	202	356	975	976
Otros Pasivos Largo Plazo	68	9	-144	299
Otros Ingresos (incl. Extraord)	0	0	0	0
Otros gastos (incl. Extraord)	0	0	0	0
Dividendos	-640	-1.443	-1.797	-1.853
Inversión				1.465
Cambios en la Est. de Capital				
Otros				
<b>Cash Flow de Financiamiento</b>	<b>-356</b>	<b>-1.187</b>	<b>-1.321</b>	<b>21</b>
<b>Flujo Neto de Efectivo</b>	<b>1.587</b>	<b>11</b>	<b>1.559</b>	<b>-2.939</b>
Flujo de Efectivo Inicial	398	1.985	1.996	3.555
Flujo de Caja Final	1.985	1.996	3.555	616
Caja y Bancos (Bce)	1.985	1.996	3.555	616
Control	0	0	0	0

**Nota: cifras expresadas en millones de pesos.**

Siguiendo con igual criterio se calculó el Flujo Neto de Efectivo, para la situación proyectada:

CASH FLOW	1				
	Proyectado				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
EBIT	4.819	5.619	5.732	5.961	6.259
Depreciación + Amortización	2.423	2.120	2.302	2.181	2.120
<b>EBITDA</b>	<b>7.242</b>	<b>7.740</b>	<b>8.034</b>	<b>8.142</b>	<b>8.379</b>
Cuentas por Cobrar	-858	109	46	93	122
Inventarios	214	46	19	40	51
Cuentas a Pagar	3.559	6.775	4.200	1.800	3.800
Pasivos Sociales y Fiscales	53	112	123	271	163
Impuestos	2.616	3.093	3.099	3.146	3.128
Otros Activos Corto Plazo	29	61	67	148	134
Otros Pasivos Corto Plazo	0	0	0	0	0
Cambios en el Cap. de Trab.	1.610	3.577	1.091	-1.356	528
<b>Cash Flow de las Operaciones</b>	<b>8.853</b>	<b>11.317</b>	<b>9.125</b>	<b>6.785</b>	<b>8.908</b>
Activos Fijos					
Capex	0	0	0	0	0
Intangibles	247	518	570	627	690
Inversiones Corto Plazo	0	0	0	0	0
Inversiones Largo Plazo	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow de las Inversiones</b>	<b>247</b>	<b>518</b>	<b>570</b>	<b>627</b>	<b>690</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>8.606</b>	<b>10.798</b>	<b>8.555</b>	<b>6.158</b>	<b>8.218</b>
Deudas Bancarias Corto Plazo		0	0	0	0
Previsiones Corto Plazo	0	0	0	0	0
Prestamos por Pagar de CP	0		34	26	57
Deuda Bancaria Largo Plazo	0	0	0	0	0
Previsiones Largo Plazo	0	0	0	0	0
Gastos por Intereses	-214	-167	-361	-660	-998
Ingresos por Intereses	627	734	828	991	995
Otros Pasivos Largo Plazo	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (incl. Extraord)	0	0	0	0	0
Otros gastos (incl. Extraord)	0	0	0	0	0
Dividendos					
Inversión					
Cambios en la Est. de Capital					
Otros					
<b>Cash Flow de Financiamiento</b>	<b>413</b>	<b>567</b>	<b>501</b>	<b>357</b>	<b>54</b>
<b>Flujo Neto de Efectivo</b>	<b>9.019</b>	<b>11.366</b>	<b>9.056</b>	<b>6.515</b>	<b>8.272</b>
Flujo de Efectivo Inicial	616	9.635	21.000	30.055	36.571
Flujo de Caja Final	9.635	21.000	30.055	36.570	44.843
Caja y Bancos (Bce)	9.635	21.000	30.055	36.571	44.836
Control	0	0	0	0	6

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Con estas cifras proyectadas solo resta calcular el “capital cash flow” (CCF) que es el flujo de fondos disponibles para los inversores. Se obtiene sumando al FCF el efecto del ahorro fiscal.

Se debe considerar también al “cash flow del accionista” (CFA), que muestra el flujo de efectivo que reciben los propietarios de la empresa. Este se obtiene sumando o deduciendo según corresponda al CCF, los cambios en el endeudamiento.

Se observa para el periodo proyectado:

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
FCF	<b>9.126</b>	<b>11.449</b>	<b>9.202</b>	<b>6.819</b>	<b>8.714</b>
CCF	<b>9.233</b>	<b>11.532</b>	<b>9.383</b>	<b>7.149</b>	<b>9.213</b>
CFA	<b>9.019</b>	<b>11.366</b>	<b>9.056</b>	<b>6.515</b>	<b>8.272</b>
<i>Control CCF</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Para poder llegar al valor de las acciones de Telecom se obtuvieron datos de diversos ratios de la empresa, los cuales se detallarán a continuación y fueron obtenidos de (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), debido a que no es objeto de este trabajo el cálculo de los mismos:

Be (beta no apalancado): 1,28

Bd (beta apalancado): 1,02

Bu (beta de las acciones de la empresa): 1,1020

Ke (rendimiento del accionista)

Ku (rendimiento de la compañía sin deuda)

Kd (rendimiento de los acreedores)

WACC (costo promedio ponderado de capital, para la empresa en su conjunto)

V (VA) Valor Actual de la empresa

E: Valor de la Empresa, menos la Deuda.

D: Deuda. Valor Actual de la deuda de la empresa. Para este cálculo se tuvo en cuenta que la Asamblea General Extraordinaria y Ordinaria de Accionistas de Personal celebrada el 2 de diciembre de 2010 aprobó la creación de un Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo en circulación de hasta U\$S 500 millones o su equivalente en otras monedas y por un plazo de duración de 5 años. El 13/11/2011 la CNV autorizó dicho programa (<http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/Zips.aspLang>).

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Apalancamiento					
D/E	23,71%	14,02%	6,15%	7,46%	7,66%
D/V	18,78%	11,26%	4,93%	5,54%	5,32%
Flujo de Caja Proyectado					
FCF	9.126	11.449	9.202	6.819	8.714
CCF	9.233	11.532	9.383	7.149	9.213
CFA	9.019	11.366	9.056	6.515	8.272
Intereses	214	167	361	660	998
Escudo Fisc.	2.232	1.339	549	604	604
Betas					
Bu	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102
Be	1,300	1,219	1,153	1,164	1,166
Bd	0,265	0,265	0,265	0,265	0,265
WACC					
ke	28,5%	27,3%	26,3%	26,5%	26,5%
ku	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
kd	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
WACC	24,3%	24,7%	25,2%	25,1%	25,1%
WACC antes de imp.	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Valor de la Empresa					
V(VA)	35.502,66	33.208,50	28.898,58	26.524,99	25.873,34
D	6.804,17	4.082,50	1.673,83	1.841,21	1.841,21
E	28.698,49	29.125,99	27.224,75	24.683,78	24.032,13
D + E	35.502,66	33.208,50	28.898,58	26.524,99	25.873,34

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.


La primera aclaración que se debe realizar es que el valor de la deuda disminuye a partir del segundo año de la proyección de nuestro análisis, ya que finaliza el plazo de duración por el cual se emitieron las obligaciones negociables.

En segundo lugar la cantidad de acciones emitidas, según los Estados Contables de Telecom Personal S.A. al 31/12/2014 fueron de 1.552.572.

Se obtuvo el valor de las acciones de la firma dividiendo \$28.698.490, por la cantidad de acciones en circulación, arrojando un valor de \$18,48 por acción.

Se consultó el valor de cotización de las acciones de Telecom Personal S.A. a la fecha de cierre de ejercicio, y se obtuvo lo siguiente:

#### Reporte de Cotizaciones

			
Instrumento	Fecha	Precio	Var %
<b>TEO.N</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>19,35</b>	<b>-0,62</b>

Podemos ver que en el mercado la acción cotiza a \$19.35, el valor patrimonial calculado para la acción es de \$18,48. Las acciones están sobrevaluadas en dicho mercado.

Hasta aquí el cálculo de las acciones de la compañía, con una proyección a 5 años basada en diversos supuestos.

Lo que se realizó posteriormente es el cálculo de estas mismas acciones (conociendo cómo llegar al valor de las mismas) ante una variación en el monto de inversión de los intangibles.

Se puede observar en el ESP al 31/12/2014 se destaca el fuerte crecimiento de los Activos Intangibles con respecto al año 2013, por \$3.793 millones básicamente por la adquisición de Licencias 3G y 4G.

Si observamos la escasa inversión en este tipo de activos que se realizó en el ejercicio 2012, con respecto al 2011, las cuales pueden deberse entre otras cosas, a la desaceleración que experimentó la actividad económica del país, sumado a que el contexto internacional no resultó tan benevolente al darse un crecimiento global menor al esperado, y por continuar la alta volatilidad financiera mundial.

A nivel nacional la economía argentina sintió los efectos de una sequía que afectó la producción agraria y los saldos exportables. La inversión se resintió fuertemente y el consumo privado continuó mostrándose resistente frente a las dificultades económicas.

El sector de las telecomunicaciones si bien se caracteriza por ser resistente frente a los vaivenes de la economía, no resulta inmune frente a los cambios en los ciclos económicos.

Obsérvese a continuación la variación en los Activos Intangibles de la compañía, para el periodo proyectado, pero adoptando ahora el criterio de una política más restrictiva de inversión en intangibles considerando por ejemplo las circunstancias mencionadas en el párrafo anterior.

TELECOM PERSONAL S.A.					
	Proyectado				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Caja y Bancos	616	615	615	615	609
Excedente de Flujo de Efectivo	11.993	23.072	32.064	38.611	47.249
Inversiones Corto Plazo	47	47	47	47	47
Cuentas por Cobrar	2.182	2.292	2.337	2.431	2.552
Inventarios	923	969	989	1.028	1.080
Otros Activos Corto Plazo	613	675	742	890	1.024
<i>Total Activo Corriente</i>	<b>16.374</b>	<b>27.670</b>	<b>36.794</b>	<b>43.623</b>	<b>52.561</b>
Activos Fijos Netos	4.723	3.221	6.664	5.062	3.647
Inversiones Largo Plazo	296	296	296	296	296
Intangibles	1.122	1.308	1.490	1.507	1.125
Otros	318	318	318	318	318
<i>Total Activo No Corriente</i>	<b>6.459</b>	<b>5.143</b>	<b>8.768</b>	<b>7.183</b>	<b>5.386</b>
<i>Total Activo</i>	<b>22.833</b>	<b>32.813</b>	<b>45.562</b>	<b>50.806</b>	<b>57.947</b>
Cuentas por Pagar	8.625	15.400	19.600	21.400	25.200
Prestamos por Pagar-Rel.Cos	197	226	260	286	344
Otros Pasivos Corto Plazo	428	428	428	428	428
Pasivos Sociales y Fiscales	1.120	1.232	1.356	1.627	1.789
Previsiones Corto Plazo	43	43	43	43	43
Deuda Bancaria Corto Plazo		5.200	8.877	8.877	8.877
<i>Total Pasivos Corrientes</i>	<b>10.413</b>	<b>22.530</b>	<b>30.564</b>	<b>32.661</b>	<b>36.681</b>
Deuda Bancaria Largo Plazo	0	0	0	0	0
Previsiones Largo Plazo	392	392	392	392	392
Otros Pasivos Largo Plazo	430	430	430	430	430
<i>Total Pasivo No Corriente</i>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>	<b>822</b>
<i>Pasivo Total</i>	<b>11.235</b>	<b>23.352</b>	<b>31.386</b>	<b>33.483</b>	<b>37.503</b>
<i>Patrimonio Neto</i>	<b>11.598</b>	<b>9.461</b>	<b>14.176</b>	<b>17.322</b>	<b>20.444</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

Tener en cuenta que esto impacta también en el cálculo del EBITDA ya que se modifican el importe de las amortizaciones teniendo en cuenta los criterios contables que adopte la empresa.

Veamos ahora como quedaría calculado el EBITDA en base a este nuevo escenario:

CASH FLOW	1	2	3	4	5
	Proyectado				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
EBIT	4.819	5.619	5.732	5.961	6.259
Depreciación + Amortización	1.335	1.502	1.850	1.602	1.415
<b>EBITDA</b>	<b>6.154</b>	<b>7.121</b>	<b>7.582</b>	<b>7.563</b>	<b>7.674</b>

Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

El valor de la empresa y por consiguiente el valor de sus acciones, resultarían de la siguiente manera, considerando el cambio que se produjo en los flujos financieros:

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Apalancamiento					
D/E	22,27%	14,22%	6,16%	7,41%	7,56%
D/V	18,09%	11,59%	5,05%	5,67%	5,45%
Flujo de Caja Proyectado					
FCF	12.100	11.163	9.138	6.851	9.080
CCF	12.207	11.246	9.319	7.181	9.579
CFA	11.993	11.080	8.992	6.547	8.638
Intereses	214	167	361	660	998
Escudo Fiscal	2.232	1.339	549	604	604
Betas					
Bu	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
Be	1,335	1,264	1,194	1,205	1,206
Bd	0,265	0,265	0,265	0,265	0,265
WACC					
ke	29,0%	28,0%	26,9%	27,1%	27,1%
ku	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%
kd	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
WACC antes	24,9%	25,3%	25,7%	25,7%	25,6%
imp.	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%
Valor de la Empresa					
V(VA)	37.362,24	32.782,44	28.836,79	26.675,86	26.183,63
D	6.804,17	4.082,50	1.673,83	1.841,21	1.841,21
E	30.558,07	28.699,94	27.162,97	24.834,65	24.342,42
D + E	37.362,24	32.782,44	28.836,79	26.675,86	26.183,63



Nota: cifras expresadas en millones de pesos.

El valor de la compañía ascendió a \$30.558.070, el monto de cada acción es \$19,69.

Arribamos a la conclusión de que una disminución en inversión de Activos Intangibles, produce un aumento en el valor de mercado de la compañía. Ello se debe principalmente a la variación que experimentan los flujos, al no erogar fondos destinados a este tipo de activos.

Es importante tener en cuenta para este análisis que el rendimiento de la compañía ( $k_u$ ) con el cual se descuentan los flujos, también se modificó ya que varió también el  $B_u$  (beta de la acción de la empresa como consecuencia de los cambios en los flujos).

#### **D. CONCLUSIONES**

En las empresas los intangibles actúan de una manera combinada con los activos tangibles y financieros creando valor para el ente y promoviendo su crecimiento.

Los estados contables brindan información incompleta y dispersa sobre las inversiones de las empresas en intangibles, por lo que los usuarios carecen de elementos de juicio para pronosticar correctamente las consecuencias futuras de las decisiones de los administradores en esta materia.

El valor contable establece el precio teórico de las acciones a partir de los datos de los registros contables. Este valor dista mucho del valor de mercado que depende directamente de lo que sucede en el tiempo y de las expectativas que los inversores tienen sobre la actividad futura de la empresa.

Es por ello que existen diversos cálculos en la actualidad para poder estimar el valor de una empresa y por ende el precio de sus acciones.

Con relación a los intangibles y su incidencia en el valor mercado de la compañía resulta interesante preguntarse si desinvertir, o lo que es lo mismo adoptar una postura limitada

en la adquisición de intangibles, realmente elevaría el valor de la compañía.?

En mi opinión este análisis no debe realizarse solo desde un punto de vista financiero o “cash flow”, ni tampoco desde un punto de vista meramente contable.

Se analizó en el caso de Telecom que mediante el método de flujo de fondos, y descontando los mismos con la tasa de capital calculada para la compañía, ante una disminución en la cantidad invertida de activos intangibles, mayores serán los flujos obtenidos por la empresa, elevando el valor de la misma. Lo cual no resulta lógico pensar, ya que este tipo de compañías necesitan de una constante inversión en este tipo de activos, para poder mantenerse en el mercado sin perder competitividad, tal es el caso de la empresa analizada y su fuerte inversión en Licencias 3G y 4G en el año 2014.

Es muy importante considerar el tratamiento en la medición de los activos intangibles, y de la adopción de un criterio razonable, ya que muchas empresas pueden “maquillar partidas”, o activar costos, (es el caso de los gastos de investigación y desarrollo) que en realidad no son.

El tratamiento contable de la llave de negocio, constituye un tema controvertido ya que existen distintos enfoques propuestos por la doctrina en relación con su reconocimiento contable y los problemas que se plantean para su medición inicial y tratamiento posterior, básicamente según la llave sea adquirida o autogenerada. Pero el usuario necesita conocer el valor real de la empresa, del cual el valor llave forma parte a fin de tomar sus decisiones de inversión y financiamiento.

Para resolver esto resulta interesante ampliar el contenido de la información complementaria incluidas en los estados contables, por ejemplo proyectando cifras a futuro, de modo de conectar las actividades que la empresa está llevando a cabo actualmente, con el desempeño financiero futuro de la misma.

## **E. BIBLIOGRAFÍA**

- Simaro J. Tonelli O. (2008). Informes contables de Activos Intangibles. Profesional & Empresaria D&G. Errepar.
- Bertolino G. Diaz T. Grisolia M. L.Suardi D. (2008).Las Inversiones en Investigación y Desarrollo en los Estados Contables. Profesional & Empresaria D&G. Errepar.
- Vázquez R. Bongianino C. (2002). Los Intangibles y la Información Contable. Profesional & Empresaria D&G. Errepar.
- García N. Werbin E. Quadro M. (2013). Especialización en Contabilidad Superior y Auditoría. Córdoba. Escuela de Graduados. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Córdoba.
- Fowler Newton, E. (2014). Contabilidad Superior. La Ley. Buenos Aires.
- Torres Citraro L. (2012). La nueva dependencia: Los Activos Intangibles. Revista de Propiedad Intelectual núm. 15 pp 14-35
- Kaplan M. C. (1987). Intangible Investment: an essay at international comparison. O.E.C.D.
- Suardi D. Nannini M. Carazay C. Fernández A. (2000). La llave de Negocio en los Estados Contables. Profesional & Empresaria. D&G. Errepar.
- Delfino Marcelo (2013). Valuación de las Empresas. Especialidad en Contabilidad Superior y Auditoría. Escuela de Graduados. Facultad de Ciencias Económicas. U.N.C.

- Alvin y Toffler H. (2007). Riqueza Revolucionaria pp 160.
- Estados Consolidados de Telecom Personal S.A. por los ejercicios finalizados el 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2013, 31/12/2014.
- Resolución Técnica N° 9 y 17. Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Año 1987 y 2000.
- Norma Internacional de Contabilidad N° 38. NIIF (Normas Internacionales e Información Financiera). 2004
- Lopez Dumrauf Guillermo. Año 2002. Diseño y Proyección del Flujo de Fondos de la empresa: un enfoque multipropósito. Profesional & Empresaria D&G. Errepar.
- Gil Jorge J. Año 2003. Año 2003. Como orientar los estados financieros hacia la valuación de empresas. Profesional & Empresaria D&G. Errepar.