UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Finanzas

LOS BIENES DE USO FÍSICOS EN LA VALUACIÓN DE EMPRESAS: AFECTACIÓN PRODUCTIVA, DOBLE CÓMPUTO Y EL ENFOQUE DEL ALQUILER IMPUTADO

José P. Dapena

Noviembre 2026
Nro. 945

https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; Coordinador del Departamento de Investigaciones: Maximiliano Ivickas

Los bienes de uso físicos en la valuación de empresas: afectación productiva, doble cómputo y el enfoque del alquiler imputado

José P. Dapena[1]

Universidad del CEMA

Resumen

La valuación de empresas por flujo de fondos descontado presupone que los activos inmovilizados afectados al proceso productivo obtienen su valor de su capacidad de generar flujos de caja futuros. En la práctica profesional, especialmente en pequeñas y medianas empresas, es frecuente que se proponga sumar al valor obtenido por flujos descontados el valor de mercado de los inmuebles o maquinarias de propiedad de la firma. Este trabajo sostiene que dicha práctica constituye un doble cómputo cuando los bienes prestan servicios productivos, y propone una clasificación en tres situaciones: bienes afectados, bienes ociosos y bienes de afectación parcial. Se formaliza el enfoque alternativo del alquiler imputado, que permite separar el valor del inmueble del valor operativo, y se ilustra con un caso numérico completo que cuantifica el error de doble cómputo en torno al 28% del valor de la empresa. El análisis muestra además que la separación entre negocio operativo e inmueble no es neutral: la diferencia entre las tasas de capitalización inmobiliarias y el costo del capital de la empresa, así como el tratamiento impositivo del alquiler, generan brechas de valor que deben explicitarse.

Clasificación JEL: G31, G32, M41.

Palabras clave: valuación de empresas, flujo de fondos descontado, bienes de uso, activos no operativos, alquiler imputado, sale and *leaseback*.

[1] Universidad del CEMA, Av. Córdoba 374, (1054) Buenos Aires, Argentina. Email: jd@ucema.edu.ar. Este trabajo se elabora en base al artículo originalmente publicado por el autor en la Revista Enfoques en su edición de Noviembre de 2026. Cualquier error o juicio de valor es de mi exclusiva responsabilidad. Los puntos de vista son personales y no representan necesariamente la posición de la Universidad del CEMA.

1. Introducción

La valuación de empresas engloba un área fascinante dentro de las finanzas. Ponerle un precio de mercado a un conjunto de activos ilíquidos que buscan monetizar una oportunidad de negocios requiere, por un lado, de conocimientos teóricos y, por el otro, de aprendizaje a partir de la experiencia, y conjuga aspectos tanto de las finanzas corporativas como del mercado de capitales.

Dentro de ese proceso, los bienes de uso afectados al proceso productivo (equipamiento, maquinarias y, en especial, bienes inmuebles) plantean un interrogante respecto de su lugar en la valuación general. La pregunta es recurrente en la práctica profesional: si una empresa es propietaria del edificio donde opera, ¿debe el valor de ese edificio sumarse al valor que surge de descontar sus flujos de fondos? La intuición del propietario suele responder afirmativamente, ya que el inmueble "vale algo" en el mercado con independencia del negocio. La teoría financiera, sin embargo, obliga a una respuesta más matizada.

El objetivo de este trabajo es proporcionar lineamientos conceptuales y operativos para el tratamiento de los bienes de uso en la valuación por flujo de fondos descontado, combinando los fundamentos teóricos con la experiencia de asesoramiento en procesos de valuación. Las contribuciones son tres. Primero, se formaliza por qué sumar el valor de un bien afectado al proceso productivo implica un doble cómputo. Segundo, se propone una clasificación operativa de los bienes según su grado de afectación y el tratamiento de valuación que corresponde a cada caso. Tercero, se desarrolla el enfoque del alquiler imputado como vía conceptualmente correcta para separar el valor inmobiliario del valor operativo, y se muestra mediante un caso numérico que esa separación no es neutral respecto del valor total.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 presenta el marco teórico del flujo de fondos descontado y la distinción entre activos operativos y no operativos. La sección 3 analiza el rol económico de los bienes de uso y su costo de utilización. La sección 4 plantea el problema del doble cómputo y la clasificación en tres situaciones. La sección 5 formaliza el enfoque del alquiler imputado. La sección 6 desarrolla un caso de estudio numérico, la sección 7 presenta análisis de sensibilidad, la sección 8 discute implicancias prácticas y la sección 9 concluye.

2. Marco teórico: el modelo de valuación por flujo de fondos

2.1. Flujo de fondos libre descontado

El modelo de valuación de empresas más extendido es el de flujo de fondos descontado, que parte de la base de que una empresa en marcha posee un valor presente determinado por los flujos de fondos futuros que generará, descontados a una tasa que refleja el valor tiempo del dinero y la exposición al riesgo sistemático en el marco de un portafolio diversificado (Brealey y Myers, 1996; Damodaran, 2012).

Bajo este enfoque, un conjunto de activos inmovilizados justifica su valor de empresa en marcha en función de las posibilidades de ventas futuras y, por extensión, de ganancias y dividendos hacia el accionista. Lo realmente relevante es la caja que generan los activos, que es lo que otorga poder de compra a su propietario. Formalmente:

$$VE = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} \tag{1}$$

donde CF_t es el flujo de caja libre del período t, WACC es el costo promedio ponderado del capital, apropiado para la clase de riesgo del flujo, y n es el horizonte de vida del activo. Dado que una empresa en marcha no tiene, en principio, un horizonte finito, en la práctica se proyecta un período explícito de N años y se agrega un valor terminal bajo el supuesto de crecimiento perpetuo a una tasa g:

$$VE = \sum_{t=1}^{N} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{N+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^N} \tag{2}$$

En ambos casos, los flujos de fondos se construyen a partir de las ventas, netas de gastos operativos (erogables y no erogables), impuestos y necesidades de reinversión en capital de trabajo y en gastos de capital:

$$FCF_t = EBIT_t(1-\tau) + DA_t - Capex_t - \Delta CT_t \tag{3}$$

donde τ es la alícuota del impuesto a las ganancias, DA las amortizaciones y depreciaciones, Capex los gastos de capital y ΔCT la variación del capital de trabajo.

2.2. Del valor de la empresa al valor del capital propio

En este enfoque se valúa la empresa como un todo, y luego, para obtener el valor para el accionista, se deduce la posición financiera neta deudora, es decir, las deudas financieras menos las disponibilidades y las inversiones líquidas:

$$E = VE - (D - C) \tag{4}$$

Por otra parte, el modelo de flujo de fondos hacia el accionista es un caso especializado de flujo de fondos descontado aplicado a la valuación del capital propio, donde el precio de la acción refleja el flujo de dividendos descontado. Los dividendos representan el flujo de caja que la empresa deriva hacia los accionistas, por lo que se toman como flujo de caja y se descuentan a la tasa de costo del capital propio k:

$$Valor = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} \tag{5}$$

En el flujo de fondos hacia el accionista se consideran también las emisiones netas de deuda y los intereses financieros. Bajo los supuestos de Modigliani y Miller (1958), ambos enfoques convergen al mismo valor del capital, en tanto las tasas de descuento sean consistentes con la estructura de financiamiento.

2.3. Activos operativos y no operativos

Un principio central de la valuación por flujos descontados es la aditividad del valor: el valor de la firma es la suma del valor de los activos que generan los flujos operativos más el valor de los activos que no participan en esa generación (Koller, Goedhart y Wessels, 2025). Los manuales de valuación tratan explícitamente como activos no operativos al exceso de caja, a las inversiones financieras, a las participaciones minoritarias en otras sociedades y a los bienes ociosos (Damodaran, 2012). La condición para sumarlos por separado es precisamente que sus rendimientos no estén incluidos en el flujo de fondos operativo. Cuando lo están, la suma separada duplica el valor.

Este principio, que se aplica con naturalidad a la caja excedente, es menos evidente para los bienes de uso, porque estos sí tienen un mercado secundario visible y un valor de tasación observable. Esa visibilidad es la que induce el error que se analiza en este trabajo.

3. El rol de los bienes de uso en la generación de valor

Dentro del proceso de generación de flujo de fondos, las empresas necesitan de activos, tanto corrientes como no corrientes, que les permitan llevar adelante su gestión de negocios: créditos por ventas (dinero inmovilizado por financiamiento a clientes), inventarios y bienes de uso. La Figura 1 sintetiza esta relación.

Figura 1. Los activos operativos como insumo del flujo de fondos



Fuente: elaboración propia.

Los bienes de uso, en general los inmuebles, pero también la maquinaria y el equipamiento, pueden ser propiedad de la empresa, en cuyo caso estarán expuestos en el Estado de Situación Patrimonial como activo fijo, o pueden ser alquilados, en cuyo caso tradicionalmente no lo estaban. En ambos casos se presume que son necesarios para el proceso de ventas y están afectados a la gestión.

3.1. El costo de uso de un bien propio

Cuando el bien es propiedad de la empresa, su costo económico de uso tiene dos componentes. El primero es la pérdida de valor, que se refleja a través de la amortización o depreciación dentro del gasto operativo. El segundo es el costo de oportunidad financiero de la parte no consumida (el valor residual), que se captura a través del costo promedio del capital. Simétricamente, cualquier ganancia por revalorización constituye un resultado positivo por tenencia. Esta descomposición corresponde al concepto de costo de uso del capital (Jorgenson, 1963):

$$c_t = Dep_t + WACC \cdot VR_{t-1} - \Delta P_t \tag{6}$$

donde Dep_t es la depreciación económica, VR_{t-1} el valor residual al inicio del período y ΔP_t la revalorización del bien. En equilibrio, el alquiler de mercado de un activo debería aproximar

este costo de uso, ya que de lo contrario existirían incentivos a comprar en lugar de alquilar o viceversa.

3.2. El bien alquilado

Si el bien es alquilado, su incorporación al proceso productivo se da a través de los pagos de alquiler, que representan un gasto operativo y reducen directamente el flujo de fondos. La Tabla 1 compara ambos tratamientos.

Tabla 1. Tratamiento del bien de uso según su forma de tenencia

Dimensión	Bien propio	Bien alquilado
Exposición contable	Activo fijo en el balance	Fuera de balance (salvo NIIF 16)
Efecto en el resultado	Amortización / depreciación	Gasto de alquiler
Efecto en el flujo de fondos	Capex de reposición y mantenimiento	Pago periódico de alquiler
Costo de oportunidad	Implícito, vía WACC sobre el valor residual	Incluido en el canon
Ganancias por revalorización	Las captura la empresa	Las captura el locador
Valor separable en la valuación	Solo si se imputa un alquiler	No corresponde

Fuente: elaboración propia.

Más allá de que sean propiedad de la empresa o alquilados, los bienes de uso se presumen necesarios para llevar adelante la gestión de negocios, y tienen una afectación de gasto o de costo. Esta equivalencia funcional es la clave del argumento que sigue.

4. El problema del doble cómputo

Si bien los bienes de uso poseen un valor dado por su costo de adquisición o su valor de mercado, en una empresa en marcha se presupone que son necesarios en el proceso de creación de valor a través de las ventas y las posteriores ganancias. Se consumen en el tiempo de manera gradual a través de las amortizaciones y depreciaciones, transformándose paulatinamente en ventas, luego en cobranzas y, finalmente, en dividendos. Su rol queda definido por su capacidad de prestar servicios a la empresa en marcha, o por su valor de liquidación para un uso alternativo, según el caso.

En las valuaciones en las que el autor ha tenido oportunidad de participar como asesor se plantea, sobre todo en pequeñas y medianas empresas, la cuestión de cómo introducir estos bienes en la determinación del valor. Por un lado, se determina un flujo de fondos para obtener el valor descontado; por el otro, a veces se plantea sumar el valor de los inmuebles o de las

maquinarias al valor obtenido, en los casos en que los bienes de uso son propiedad de la empresa.

Este planteo, si bien puede resultar atractivo para el propietario, no tiene en cuenta el principio básico de afectación al negocio. Los bienes de uso son necesarios en el proceso de generar ventas y, por ende, flujos de fondos futuros. Dicho de otra manera, sin sus servicios productivos las ventas no serían posibles en la forma en que están proyectadas. El valor del inmueble ya está contenido en el flujo de fondos, que no descuenta ningún alquiler precisamente porque la empresa es dueña del bien.

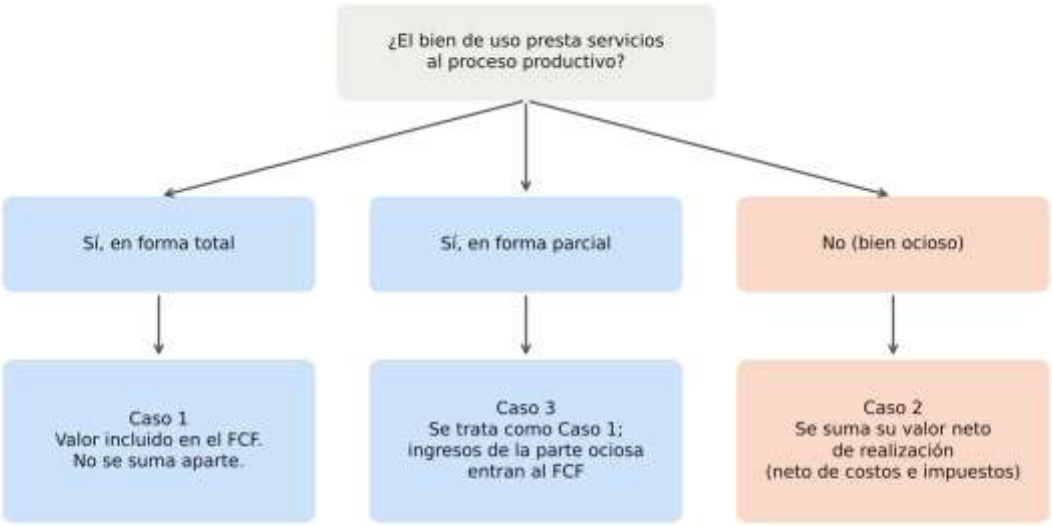
Formalmente, si se denota con P el valor de mercado del inmueble y con FCF^{prop} el flujo de fondos de la empresa propietaria (que no incluye alquiler), sumar P a $VP(FCF^{prop})$ equivale a computar dos veces el mismo flujo de servicios: una vez como menor gasto operativo dentro del flujo, y otra como valor de mercado del activo, que no es otra cosa que el valor presente de los alquileres que ese activo podría generar.

4.1. Tres situaciones de afectación

A partir de lo anterior se pueden definir tres situaciones de interpretación del valor de los bienes de uso, resumidas en la Figura 2 y en la Tabla 2.

- **Bienes afectados a la actividad productiva.** Su valor se encuentra definido por las ventas y los flujos de fondos que de ellas derivan, por lo que no corresponde ninguna suma adicional al valor obtenido por flujo de fondos descontado.
- **Bienes de uso ociosos**, cuya disposición (por baja o venta) no afecta el proceso productivo. En este caso, el valor a obtener en liquidación, neto de costos de transacción e impuestos, se suma al valor obtenido por flujo de fondos.
- **Bienes con afectación parcial** al proceso productivo. En opinión del autor, este caso debe remitirse al primero, ya que en general no es posible una subdivisión física o jurídica del bien, y cualquier eventual ingreso por arrendamiento de la parte ociosa debe incluirse dentro de los ingresos proyectados de la empresa.

Figura 2. Árbol de decisión para el tratamiento de los bienes de uso



Fuente: elaboración propia.

Tabla 2. Criterios de clasificación y tratamiento en la valuación

Situación	Indicadores típicos	Tratamiento	Ejemplo
1. Afectado	Necesario para producir las ventas proyectadas; no puede retirarse sin reemplazo	Valor contenido en el FCF; no se suma	Planta industrial en uso pleno
2. Ocioso	Sin uso actual ni previsto; su venta no altera ventas ni costos	Se suma el valor neto de realización	Terreno adquirido para una expansión descartada
3. Parcial	Uso compartido; indivisible física o jurídicamente	Como el caso 1; ingresos de la parte ociosa dentro del FCF	Depósito usado al 60% con espacio subalquilado

Fuente: elaboración propia.

Cabe una aclaración respecto del tercer caso. Cuando la parte ociosa es separable (por ejemplo, un lote contiguo con escritura propia o una unidad funcional independiente), el bien deja de ser genuinamente indivisible y la porción no afectada puede tratarse como en el caso 2. La indivisibilidad, por lo tanto, es una cuestión de hecho que el valuador debe verificar, y no un supuesto por defecto.

5. El enfoque del alquiler imputado

Si eventualmente se deseara exponer por separado el valor de los inmuebles, el enfoque conceptual apropiado requiere obtener un valor de mercado del alquiler que representa su afectación al proceso productivo, y deducir ese alquiler como gasto operativo del flujo de

fondos proyectado. Esto reduce el valor presente del negocio operativo y da lugar, en forma consistente, a una suma por separado del valor del inmueble. La operación equivale a simular una venta con alquiler posterior (sale and leaseback) y a valuar por separado una "empresa operadora" y una "empresa propietaria".

Formalmente, si A_t es el alquiler de mercado del período t y V_{inm} el valor del inmueble, el valor total bajo este enfoque es:

$$VE_{sep} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t - A_t(1-\tau) + \Delta Aj_t}{(1+WACC)^t} + V_{inm} \tag{7}$$

donde ΔAj_t recoge los ajustes que acompañan a la imputación: se eliminan del flujo la amortización del inmueble (y su escudo fiscal) y el capex de mantenimiento estructural que pasaría a cargo del locador. A su vez, el valor del inmueble se obtiene capitalizando el alquiler a la tasa propia del mercado inmobiliario:

$$V_{inm} = \frac{A_1}{k_{inm} - g_A} \tag{8}$$

Esta operación permite evaluar en qué medida el bien de uso está generando valor por sí mismo. Sin embargo, como se muestra en el caso numérico, el valor total obtenido por separación no coincide en general con el valor integrado. Las diferencias surgen de dos fuentes. En primer lugar, la tasa de capitalización inmobiliaria k_{inm} refleja el riesgo del flujo de alquileres, típicamente menor que el riesgo operativo del negocio medido por el WACC. En segundo lugar, el alquiler es deducible para la empresa, mientras que el valor de mercado del inmueble se forma capitalizando el canon antes del impuesto de la empresa. La brecha resultante no es un error de cálculo, sino una medida del valor que podría liberarse (o destruirse) reorganizando la tenencia del activo.

6. Caso de estudio

Para ilustrar los argumentos se desarrolla el caso de una empresa industrial mediana hipotética, propietaria del inmueble donde opera. Los supuestos se resumen en la Tabla 3. Las cifras se expresan en miles de pesos constantes.

Tabla 3. Supuestos del caso

Variable	Valor
Ventas año 0	10.000
Crecimiento de ventas años 1 a 5 / perpetuo	4,0% / 2,0%
Margen EBITDA (sin alquiler)	18,0% de ventas
Amortizaciones totales	3,0% de ventas
de las cuales, amortización del inmueble	50 por año
Capex total	3,5% de ventas
del cual, mantenimiento estructural del inmueble	50 por año
Capital de trabajo	15% del incremento de ventas
Alícuota del impuesto a las ganancias	30%
WACC	12,0%
Valor de mercado del inmueble (tasación)	3.000
Alquiler de mercado anual (año 1)	225 (crece al 2%)
Tasa de capitalización inmobiliaria implícita	9,5%

Fuente: elaboración propia. Valores hipotéticos con fines ilustrativos.

6.1. Caso A: valuación integrada (tratamiento correcto)

En el caso A la empresa se valúa con el inmueble afectado, sin alquiler imputado. La Tabla 4 presenta la proyección del flujo de fondos libre.

Tabla 4. Flujo de fondos libre, caso A (inmueble propio)

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas	10.400	10.816	11.249	11.699	12.167
EBITDA	1.872	1.947	2.025	2.106	2.190
(−) Amortizaciones	−312	−324	−337	−351	−365
EBIT	1.560	1.622	1.687	1.755	1.825
(−) Impuestos	−468	−487	−506	−526	−547
(+) Amortizaciones	312	324	337	351	365
(−) Capex	−364	−379	−394	−409	−426
(−) Δ Capital de trabajo	−60	−62	−65	−67	−70
Flujo de fondos libre	**980**	**1.019**	**1.060**	**1.102**	**1.146**

Fuente: elaboración propia.

El valor presente del período explícito asciende a 3.793 y el valor presente del valor terminal a 6.835 (valor terminal sin descontar de 12.045). El valor de la empresa resulta de 10.628. Este valor ya incluye el aporte del inmueble: la empresa no paga alquiler, y ese ahorro se refleja en cada uno de los flujos proyectados.

6.2. Caso B: suma del valor del inmueble (doble cómputo)

Si al valor del caso A se le suma la tasación del inmueble (3.000), se obtiene 13.628. El valor queda sobrestimado en 28,2% respecto del caso A. El error es conceptual: el comprador de la empresa pagaría por el inmueble dos veces, una por el flujo que este ayuda a generar sin costo de alquiler y otra por su valor de mercado.

6.3. Caso C: alquiler imputado y separación

En el caso C se imputa el alquiler de mercado como gasto operativo, se elimina la amortización del inmueble y su escudo fiscal, y se elimina el capex de mantenimiento estructural, que pasaría a cargo del propietario. La Tabla 5 presenta el flujo resultante.

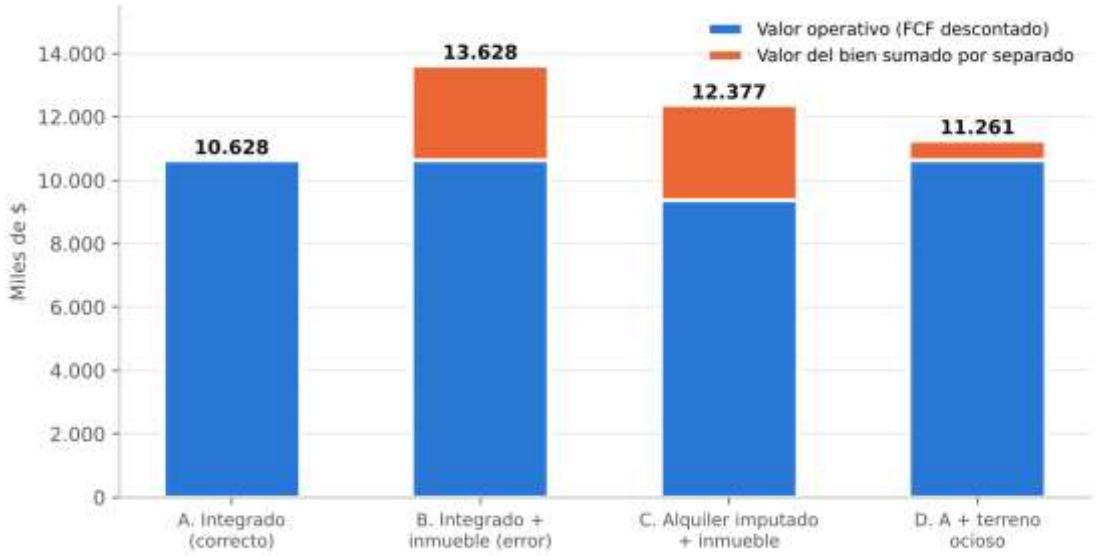
Tabla 5. Flujo de fondos libre, caso C (alquiler de mercado imputado)

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas	10.400	10.816	11.249	11.699	12.167
EBITDA antes de alquiler	1.872	1.947	2.025	2.106	2.190
(−) Alquiler imputado	−225	−229	−234	−239	−244
(−) Amortizaciones	−262	−274	−287	−301	−315
EBIT	1.385	1.443	1.503	1.566	1.631
(−) Impuestos	−415	−433	−451	−470	−489
(+) Amortizaciones	262	274	287	301	315
(−) Capex	−314	−329	−344	−359	−376
(−) Δ Capital de trabajo	−60	−62	−65	−67	−70
Flujo de fondos libre	**858**	**894**	**931**	**970**	**1.011**

Fuente: elaboración propia.

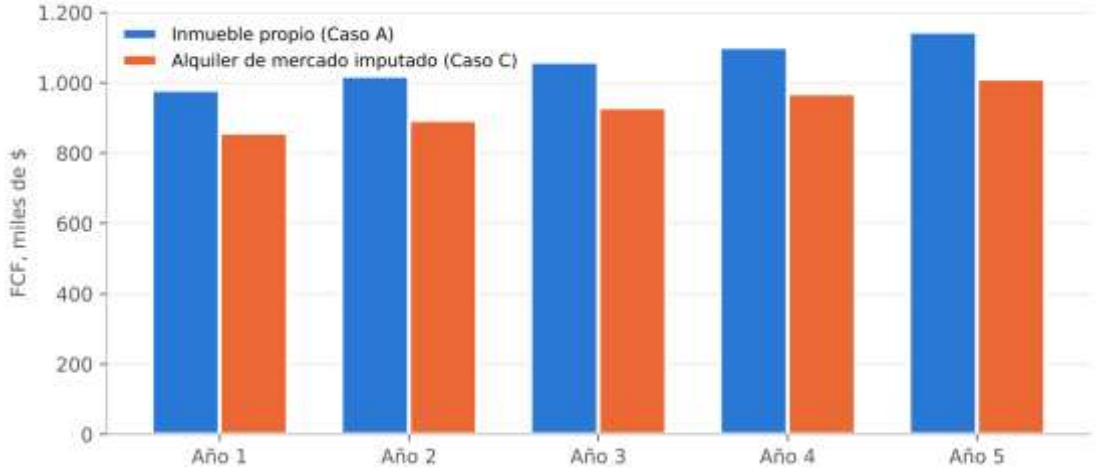
El valor del negocio operativo se reduce a 9.377, es decir, 1.250 menos que en el caso A. Esa diferencia es el valor presente, a la tasa del negocio, del costo neto de alquilar en lugar de ser propietario. Sumando el valor del inmueble (3.000), el valor total separado asciende a 12.377. La Figura 3 compara los cuatro escenarios y la Figura 4 contrasta los flujos de fondos de los casos A y C.

Figura 3. Valor de la empresa según el tratamiento del bien de uso



Fuente: elaboración propia sobre la base del caso de estudio. Miles de pesos.

Figura 4. Flujo de fondos libre proyectado: inmueble propio frente a alquiler imputado



Fuente: elaboración propia.

Obsérvese que el caso C arroja un valor 1.750 superior al caso A. La brecha no proviene de un error, sino de que el mercado inmobiliario capitaliza el alquiler al 9,5% (una tasa inferior al WACC de 12%) y lo hace sobre el canon antes del impuesto de la empresa, mientras que para la empresa el alquiler representa un costo después de impuestos. En otras palabras, el caso C mide el valor de la empresa si se reorganizara la tenencia mediante una operación de venta con alquiler posterior, y no el valor de la empresa tal como está organizada. El valuador debe explicitar cuál de los dos valores está informando.

6.4. Caso D: terreno ocioso

Supóngase ahora que, además del inmueble operativo, la empresa posee un terreno lindero, con escritura independiente, adquirido para una ampliación que fue descartada. El terreno no se usa ni está previsto que se use; su venta no altera ventas ni costos. Corresponde, por lo tanto, la situación 2. El valor a sumar es el valor neto de realización:

$$V_{ocioso} = P_m(1 - c) - \tau\,[P_m(1 - c) - VL] \tag{9}$$

donde P_m es el precio de mercado, c los costos de transacción como proporción del precio y VL el valor fiscal residual. La Tabla 6 presenta el cálculo.

Tabla 6. Valor neto de realización del terreno ocioso

Concepto	Importe
Precio de mercado	800,0
(−) Costos de transacción (3%)	−24,0
Precio neto	776,0
(−) Valor fiscal residual	−300,0
Ganancia gravada	476,0
(−) Impuesto (30%)	−142,8
Valor neto de realización a sumar	**633,2**

Fuente: elaboración propia.

El valor de la empresa resulta 10.628 + 633,2 = 11.261. Nótese que sumar el precio de tasación bruto (800) sobrestimaría el valor en 166,8, porque ignora que el accionista solo recibirá el neto después de costos e impuestos.

6.5. Caso E: afectación parcial

Si una parte del inmueble operativo no se usa y se subalquila a terceros por 40 anuales (creciendo al 2%), el tratamiento correcto es incorporar ese ingreso al flujo de fondos, no sumar una fracción de la tasación. El valor de la empresa pasa a 10.908, es decir, 280 adicionales, que equivalen al valor presente del ingreso después de impuestos: 40 × (1 − 0,30) / (0,12 − 0,02) = 280. La Tabla 7 resume los cinco casos.

Tabla 7. Síntesis de resultados

Caso	Tratamiento	Valor de la empresa	Diferencia vs. A
A	Integrado, inmueble afectado	10.628	—
B	A + tasación del inmueble	13.628	+28,2%
C	Alquiler imputado + inmueble	12.377	+16,5%
D	A + terreno ocioso (neto)	11.261	+6,0%
E	A + subalquiler en el FCF	10.908	+2,6%

Fuente: elaboración propia. Miles de pesos.

7. Análisis de sensibilidad

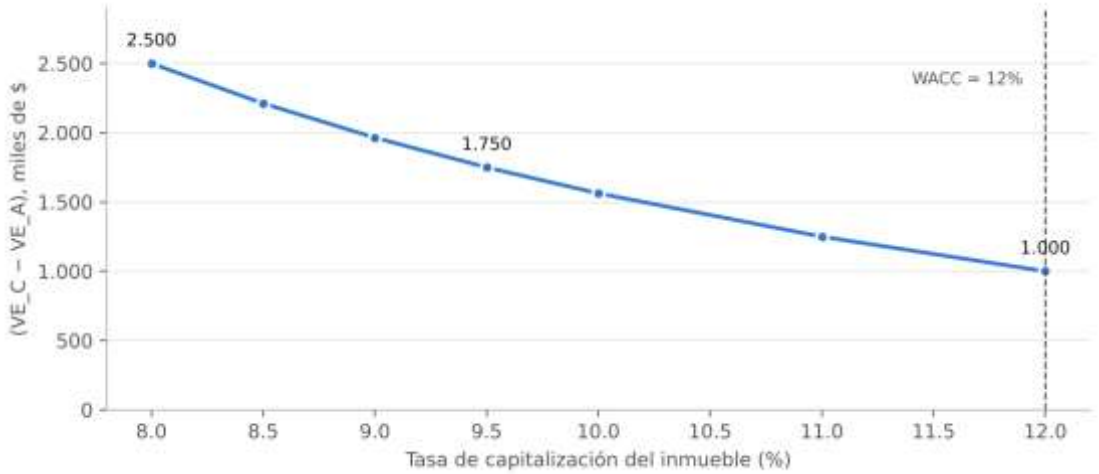
La brecha entre el valor separado (caso C) y el valor integrado (caso A) depende críticamente de la tasa de capitalización inmobiliaria. Manteniendo constante el alquiler de mercado, una tasa menor implica una tasación mayor del inmueble y, por ende, una brecha mayor. La Tabla 8 y la Figura 5 muestran esta relación.

Tabla 8. Sensibilidad de la brecha a la tasa de capitalización inmobiliaria

Tasa de capitalización	Valor del inmueble	Valor total caso C	Brecha C − A
8,0%	3.750	13.127	2.500
8,5%	3.462	12.839	2.211
9,0%	3.214	12.592	1.964
9,5%	3.000	12.377	1.750
10,0%	2.813	12.190	1.562
11,0%	2.500	11.877	1.250
12,0%	2.250	11.627	1.000

Fuente: elaboración propia. Miles de pesos.

Figura 5. Brecha entre valor separado e integrado según la tasa de capitalización



Fuente: elaboración propia.

Aun cuando la tasa de capitalización coincide con el WACC (12%), persiste una brecha de 1.000. Esa brecha residual es de naturaleza fiscal: la tasación capitaliza el canon completo (225), mientras que para la empresa el costo neto de alquilar es menor, ya que el alquiler es deducible y, a la vez, se ahorra el capex de mantenimiento estructural, aunque se pierde el escudo fiscal de la amortización. La consistencia exacta entre ambos enfoques solo se obtiene si el inmueble se valúa desde la perspectiva de los flujos después de impuestos que genera para la empresa.

La Tabla 9 muestra que el error de doble cómputo (caso B) se agrava a medida que aumenta el WACC: el monto sumado indebidamente es fijo (3.000), mientras que el valor operativo cae con la tasa de descuento, de modo que la sobrevaluación relativa pasa de alrededor del 22% con un WACC de 10% a cerca del 34% con un WACC de 14%. El error es, por lo tanto, más grave precisamente en las empresas más riesgosas, como suelen ser las pequeñas y medianas.

Tabla 9. Magnitud del doble cómputo según el WACC

WACC	Caso A (integrado)	Caso B (doble cómputo)	Sobrevaluación B vs. A
10,0%	13.343	16.343	+22,5%
12,0%	10.628	13.628	+28,2%
14,0%	8.821	11.821	+34,0%

Fuente: elaboración propia. Miles de pesos.

8. Discusión e implicancias prácticas

8.1. Pequeñas y medianas empresas

En las empresas familiares es habitual que el inmueble represente una porción sustancial del patrimonio del propietario y que su valor de tasación sea fácilmente observable. Esto refuerza la percepción de que “la empresa vale al menos lo que vale el edificio”. La respuesta financiera es que el valor relevante para un comprador es el máximo entre el valor de la empresa en marcha y el valor de liquidación de sus activos. Si la tasación del inmueble más el resto de los activos realizables supera el valor por flujos descontados, la conclusión no es sumar ambos valores, sino que el negocio destruye valor y la alternativa racional sería liquidarlo o reconvertirlo.

8.2. Negociación y estructuración de transacciones

En la práctica de fusiones y adquisiciones, la separación OpCo/PropCo es frecuente: el vendedor conserva el inmueble y lo alquila al comprador, o lo vende a un inversor inmobiliario. El enfoque del alquiler imputado provee el marco para negociar estos esquemas, ya que permite identificar qué parte del valor corresponde al negocio y cuál a la propiedad, y cuantificar la brecha de valor que la operación puede generar para las partes.

8.3. Arrendamientos bajo NIIF 16

Desde la vigencia de la NIIF 16 (IASB, 2016), los arrendatarios reconocen un activo por derecho de uso y un pasivo por arrendamiento, y el gasto de alquiler se reemplaza por amortización e intereses. Esto aumenta el EBITDA reportado sin cambiar la sustancia económica. El valuador debe ser consistente: o bien trata el alquiler como gasto operativo y no considera el pasivo por arrendamiento como deuda, o bien excluye el alquiler del flujo y deduce el pasivo por arrendamiento como deuda financiera, ajustando el WACC en consecuencia. Mezclar ambos criterios genera un error análogo al doble cómputo analizado en este trabajo.

8.4. Contextos inflacionarios

En economías con inflación elevada, como la argentina, los valores contables de los bienes de uso pueden alejarse significativamente de su valor de mercado, y la deducibilidad fiscal de las amortizaciones puede quedar limitada por la falta de actualización. Esto afecta tanto el escudo fiscal incluido en el flujo integrado como el cálculo del impuesto sobre la ganancia de capital en el caso de bienes ociosos. Se recomienda proyectar en moneda constante y modelar explícitamente el valor fiscal de los activos.

8.5. Extensión a otros activos ilíquidos

El razonamiento se extiende al resto de los activos operativos. El capital de trabajo, los inventarios y la caja operativa se consideran necesarios para el proceso productivo, salvo que exista un excedente circunstancial que supere las necesidades operativas. En ese caso, el excedente puede transformarse en su equivalente líquido y sumarse al valor obtenido por flujo de fondos, siempre neto de costos de realización e impuestos.

Tabla 10. Errores frecuentes y corrección propuesta

Error frecuente	Consecuencia	Corrección
Sumar la tasación de un inmueble en uso	Doble cómputo del flujo de servicios	No sumar, o imputar un alquiler de mercado
Sumar el precio bruto de un bien ocioso	Sobrevaluación por costos e impuestos	Sumar el valor neto de realización
Sumar una fracción de la tasación por uso parcial	Doble cómputo parcial	Incluir el ingreso de la parte ociosa en el FCF
Imputar alquiler sin eliminar amortización y capex del inmueble	Subvaluación del negocio operativo	Ajustar D&A, escudo fiscal y capex
Mezclar criterios de NIIF 16	Doble deducción o doble omisión del arrendamiento	Elegir un criterio y aplicarlo de forma consistente

Fuente: elaboración propia.

9. Conclusiones

Los bienes de uso que son propiedad de la empresa no deben sumarse por separado al valor obtenido por flujos de fondos descontados en la medida en que se encuentren afectados al proceso productivo. Su valor ya está contenido en los flujos que ayudan a generar, y su suma separada constituye un doble cómputo que, en el caso analizado, sobrestima el valor en alrededor del 28%.

Solo los bienes ociosos, cuya disposición no afecta la operación, justifican una suma por separado, y en ese caso debe considerarse su valor neto de realización y no su precio de tasación bruto. Los bienes de afectación parcial e indivisibles se tratan como afectados, incorporando al flujo los ingresos que pudiera generar la parte no utilizada.

Si se desea exponer el valor del inmueble por separado, el enfoque correcto es imputar un alquiler de mercado como gasto operativo, con los ajustes correspondientes de amortización, escudo fiscal y capex. Este procedimiento permite evaluar en qué medida el bien de uso genera valor por sí mismo. Sin embargo, el valor total resultante difiere del valor integrado por efecto de las diferencias de riesgo y de tratamiento fiscal entre el negocio operativo y el inmobiliario. Esa diferencia debe interpretarse como el valor potencial de una reorganización de la tenencia, y no como valor de la empresa tal cual opera.

Futuras extensiones de este trabajo podrían cuantificar empíricamente las brechas entre tasas de capitalización inmobiliarias y costo del capital en distintos sectores y países, y analizar el impacto de la NIIF 16 sobre los múltiplos de valuación utilizados en la práctica.

Referencias

Brealey, R. y Myers, S. (1996). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3.ª ed.). Wiley Finance.

Dapena, J. P. (2026). *Los bienes de uso físicos en la valuación de empresas*. Revista Enfoques Edición Noviembre de 2026.

Dapena, J. P. y Alonso, J. C. (2015). *Aspectos financieros en la gestión de la empresa y en la evaluación de proyectos de inversión*. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, N.° 568.

Fernández, P. (2007). Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853–876.

IASB (2016). *NIIF 16: Arrendamientos*. International Accounting Standards Board.

Jorgenson, D. W. (1963). Capital theory and investment behavior. *The American Economic Review*, 53(2), 247–259.

Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2025). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company / Wiley.

Miller, M. y Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.