



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

Trabajo Final de Graduación Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2020

Alumno: *Nicolás Cerioni*

Tutor: *Julio Fermo*

***“VALUACIÓN DE LOS CUPOS FISCALES DE EMPRESAS CON
PROMOCIÓN INDUSTRIAL BAJO LEY 22.021 EN SAN LUIS”***



Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2020

Alumno: Nicolás Cerioni

Tutor: Julio Fermo

**“VALUACIÓN DE LOS CUPOS FISCALES DE EMPRESAS CON
PROMOCIÓN INDUSTRIAL BAJO LEY 22.021 EN SAN LUIS”**

ABSTRACT

"Si queréis ser ricos no aprendáis solamente a saber cómo se gana, sino también cómo se invierte". Benjamín Franklin.

Conforme a este lema se llevará a cabo este trabajo basándose en estadísticas y estudios efectuados de casos puntuales, y en virtud de ellos se plasmarán las diferentes alternativas y soluciones a problemas inherentes y actuales de empresas que se encuentran o se encontraron bajo el Régimen de la Promoción Industrial instituido por la Ley 22.021, concordantes y modificatorias.

La situación económica, política, fiscal y financiera de Argentina ha sido sumamente cambiante a lo largo de los últimos 70 años, tomando rumbos totalmente opuestos, logrando agudizar la desconfianza y limitar severamente la atracción de potenciales inversionistas financieros en este territorio. Asimismo, el desarrollo económico financiero del país ha sido y es muy disímil, lo que ha generado que se concentre la mayor cantidad de empresas y de mano de obra calificada en la capital del país y sus alrededores.

La situación planteada ha obligado al Estado Nacional a generar incentivos para radicar industrias y desarrollar el resto del territorio argentino por medio de variadas políticas públicas activas para la integración socio-económica del país. Una de estas políticas públicas fue la llamada Ley 22.021, sus modificatorias y concordantes, cuyo objetivo fue alentar el desarrollo regional en áreas postergadas, otorgando beneficios impositivos a aquellas empresas que se instalaran en las provincias de San Luis, La Rioja, San Juan y Catamarca debiendo previamente cumplir con las obligaciones mínimas de inversión, mano de obra y producción conforme a proyectos de inversión aprobados por las Autoridades de Aplicación Provinciales.

Han sido muchas las empresas que se instalaron en San Luis, provincia en la cual se basa este proyecto de investigación, generando más de 20.000 puestos de trabajo genuino en las fábricas. Si bien la Promoción Industrial ha finalizado en el año 2012, existen más de 25 empresas que aún gozan de estos beneficios acreditados hasta el año 2029 en algunos casos, y hasta 2030 y 2032 en otros. Las mismas se constituyen en un punto de atracción de permanentes ofertas de compraventa dado los beneficios promocionales con los que cuentan. La acreditación de los beneficios hasta los años mencionados *ut supra* se debe a que AFIP-DGI ha incumplido con sus obligaciones legales en innumerables situaciones a lo largo de los 30 años de vigencia del Régimen Promocional, por lo cual las empresas damnificadas se han visto obligadas a acudir a la justicia para hacer valer sus legítimos derechos adquiridos y garantidos constitucionalmente (Art. 17 CN).

Debido a la gran presión impositiva de Argentina, y encontrándose este país en el top cinco del ranking de países con mayor carga fiscal del mundo, existe una creciente demanda en la adquisición de estas empresas promocionadas que gozan de beneficios de liberación del pago del Impuesto al Valor Agregado. Entonces, se impone el siguiente interrogante: ¿desearía alguien ser dueño de una fábrica activa liberada de ingresar el I.V.A. en un país donde la carga impositiva es extremadamente significativa y desproporcionada? La respuesta es obvia.

Atento a este escenario es que surge la iniciativa de poder llevar adelante en este trabajo, la valuación de este tipo de beneficios impositivos, con el objetivo de arribar a un valor razonable que tenga en cuenta todas las cualidades, obligaciones y riesgos aparejados de este régimen. Son frecuentes los casos de valuación de activos y compañías bajo métodos tradicionales y utilizados por hasta las más grandes bancas de inversión del mundo. Entre ellos: Descuento de Futuros Flujos de Fondos, Múltiplos, simulación de Montecarlo y la incorporación de *Earn-outs*,

empero no es habitual la aplicación de estos métodos a la valuación de cupos fiscales en particular.

ÍNDICE

INTRODUCCION.....	6
OBJETIVO GENERAL.....	7
CAPÍTULO 1: La promoción Industrial regional en las provincias de San Luis, San Juan, Catamarca y La Rioja	8
1.1. Antecedentes legislativos y vigencia normativa de la Promoción Industrial.....	8
1.2. Acta de Reparación Histórica.	9
1.3. Ley 22.021, sus modificatorias y complementarias.....	10
1.3.1. Breve resumen de los beneficios que establece la Ley 22.021.....	10
1.3.2. Utilización de los beneficios promocionales -Cuenta Corriente Computarizada- Ejemplo práctico.	14
CAPÍTULO 2: Conflictos entre la Autoridad de Aplicación Provincial y el Organismo Fiscal Nacional (AFIP-DGI).	19
2.1. Amparos por quitas de beneficios promocionales. (Art. 45 Decreto Nacional 435/90).....	19
2.2. Juicios de Reexpresión monetaria de los beneficios promocionales.....	20
2.3. Juicios de reformulación de proyectos de inversión promocionados.	21
2.4. Juicios por desconocimiento del Organismo Fiscal de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial.	22
CAPÍTULO 3: Valuación de los beneficios promocionales.....	26
3.1. Análisis específico de los beneficios promocionales de un caso particular.....	28
3.1.1. Método de valuación DCF.....	29
3.1.1.1. Determinación de los flujos de fondos esperados a descontar e inflación anual:	29
3.1.1.2. Horizonte de valuación bajo análisis.....	32
3.1.1.3. Determinación de la moneda a utilizar.....	32
3.1.1.4. Utilización del Costo Medio Ponderado del Capital (WACC)	35
3.1.1.4.1. Proyección de las tasas de descuento	36
3.1.1.4.2. Resultados de la valuación por WACC	43
3.1.1.4.3. Análisis de sensibilidad	46
3.1.1.5. Valuación por APV.....	48
3.1.2. Método Montecarlo.....	51
3.1.3. Incorporación de <i>EARN-OUTS</i>	55
3.1.4. Método de Múltiplos	57

3.2. Estandarización del modelo de valuación aplicable a los cupos fiscales bajo el Régimen de Promoción Industrial.....	59
CONCLUSION.....	61
BIBLIOGRAFÍA.....	63
ANEXOS	65
Anexo 1: Formulario (F 516)	65
Anexo 2: Formulario (F. 517/1).....	66
Anexo 3: Formularios (F/515)	67
Anexo 4: Notificación Decreto NRO 230/04	69
Anexo 5: La prima de riesgo del mercado según “100 libros”. Detalle de los 100 autores. Fernández (2009)	70
Anexo 6: pantalla AFIP-DGI. Cuenta Corriente Computarizada	72
.....	74

INTRODUCCION

Las provincias de San Luis, La Rioja, Catamarca y San Juan hicieron un aporte muy importante en la Gesta Sanmartiniana por el cruce de la Cordillera de los Andes para liberar a Chile. Tal aporte consistió en pertrechos, alimentos, caballos, burros y fundamentalmente, la población económicamente activa de ese entonces que se unió a las fuerzas militares, relegando tales provincias su desarrollo por carecer de mano de obra. Por ello, en reconocimiento a tal apoyo a las fuerzas libertadoras y con el fin de favorecer y estimular el desarrollo económico de la región, han sido compensadas, mediante un Acta de Reparación Histórica, por un Régimen Especial de Promoción Industrial, Turístico y Agropecuario instituido mediante la Ley 22.021. El Régimen que comenzó a ser aplicado con el advenimiento de la democracia en 1983, finalizó en el año 2012. Durante su vigencia, se produjeron una serie de normativas regulatorias que generaron diversas controversias e incumplimientos por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), afectando los derechos de las empresas beneficiarias que se vieron obligadas a realizar reclamos judiciales.

La jurisprudencia ha sido muy vasta en la última década respecto de este Régimen, e incluso atendiendo a los premeditados y reiterados incumplimientos del Fisco, diferentes fallos han resuelto que la promoción, respecto de aquellas empresas que impugnaron judicialmente, finiquite en un año determinado, como ser, 2029, 2030, 2032, o hasta agotar los beneficios acreditados en la Cuenta Corriente Computarizada particular.

Dada la compleja situación económica, política, financiera y fiscal del país es que estos cupos fiscales son un gran atractivo para todas aquellas empresas que no se encuentren dentro del Régimen Promocional, toda vez que el beneficio implique la liberación del pago de grandes montos del Impuesto al Valor Agregado y esto lógicamente permitiría incrementar sustancialmente las ganancias. Vale destacar que no es factible la cesión de tales cupos fiscales de una empresa hacia otra, siendo la única opción legítima la transferencia de paquetes accionarios. La adquisición de estas compañías bajo el Régimen de la Ley 22.021 y sus modificatorias, exige al potencial comprador mantener el/los objeto/s de producción de la firma incorporada y cumplir con obligaciones mínimas de producción, monto de inversión y mano de obra contratada.

Pese a las obligaciones asumidas por las empresas promovidas, los beneficios impositivos son un atractivo importante en un país con semejante presión fiscal, siendo recurrentes las ofertas por compraventa de este tipo de compañías. El escollo se presenta al momento de estipular el precio de estos cupos fiscales ya acreditados en las respectivas Cuentas Corrientes Computarizadas de cada empresa en AFIP-DGI, ante la inexistencia de valuaciones específicas de los mismos, que permitan obtener un valor objetivo o un rango de valores razonables para comenzar la negociación, partiendo de números técnicamente determinados.

Este trabajo tiene como objetivo primordial estudiar diferentes métodos de valuación que puedan llegar a ser aplicables en la valuación de dichos beneficios impositivos, teniendo en cuenta el comportamiento, perdurabilidad y condiciones que los caracterizan. Para llevar a cabo este análisis, en el Capítulo uno se investigarán las leyes que rigen este Régimen Especial, los decretos nacionales y provinciales y la extensa jurisprudencia existente a lo largo de la vida de la Promoción Industrial. Luego, se hará una breve descripción de cómo funciona impositivamente una empresa promocionada en la práctica, cuáles son los formularios que deben presentar para utilizar los beneficios y cómo deben proceder frente a los proveedores de materia prima. Exhibiendo de esta manera la magnitud de los riesgos inherentes a estos cupos. También se describirán las competencias de las autoridades de aplicación encargadas de regular, controlar y acreditar los cupos fiscales a nivel Provincial y Nacional.

En el capítulo dos se hará una breve descripción de los casos por los cuales las empresas han tenido que iniciar demandas judiciales en contra de AFIP-DGI. También se presentará información vinculada a los resultados de dichos litigios y la cantidad de demandas iniciadas y finalizadas para poder obtener probabilidades de sentencias a favor de las empresas damnificadas. En el caso de los juicios que aún siguen vigentes se investigará la Instancia en la que se encuentran actualmente.

En el capítulo 3, se llevará adelante un estudio y descripción de los métodos de valuación de activos y empresas más utilizados por los especialistas en la materia (Descuento de Flujo de Fondos, valuación por Múltiplos, simulación de Montecarlo e incorporación de *EARN-OUTS*). Los mismos serán posteriormente adecuados para valorar los cupos fiscales de una empresa en particular que actualmente goza de los beneficios promocionales hasta el año 2029. Se trabajará con los números reales de la compañía, cuyo nombre por razones de confidencialidad no se dará a conocer. Una de las metas es lograr determinar cuál es el Valor Presente de los futuros cupos fiscales acreditados en la Cuenta Corriente Computarizada de esta organización. Si el valor obtenido resulta razonable y el modelo aplicado logra captar los riesgos asociados a los mismos, se evaluará la posibilidad de adecuarlo y estandarizarlo para poder así, ser aplicado a otras compañías promovidas.

OBJETIVO GENERAL

- Facilitar a las empresas que actualmente gozan de beneficios promocionales, instituidos por la Ley 22.021, complementarias y modificatorias, una manera de adaptar los métodos de valuación existentes que les permita establecer un **valor** a los bonos de crédito fiscal acreditados.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Reflejar en la valuación de los cupos fiscales el riesgo inherente a los mismos bajo la Ley de Promoción Industrial.
- Identificar la Instancia judicial en que se encuentra cada empresa beneficiaria del Régimen y el tiempo transcurrido para cada una de las mismas.
- Describir de manera simple y objetiva cómo es el manejo específico para poder utilizar los cupos fiscales correctamente, tanto desde el punto de vista de la empresa con el organismo recaudador AFIP-DGI como así también, con los proveedores de materias primas.

CAPÍTULO 1: La promoción Industrial regional en las provincias de San Luis, San Juan, Catamarca y La Rioja

1.1. Antecedentes legislativos y vigencia normativa de la Promoción Industrial

La promoción industrial tiene su marco primario en la Ley 21.608, cuyo artículo primero refleja el objetivo de promover la expansión de la capacidad productiva del territorio nacional, tratando de extender la instalación de industrias al interior del país incentivando la inversión privada:

Artículo 1: La presente Ley tiene por objetivo promover la expansión de la capacidad industrial del país, fortaleciendo la participación de la empresa privada en este proceso. A este efecto, se tenderá a:

a) alentar el desarrollo regional procurando una equilibrada instalación de industrias en el interior del país; **b)** fomentar la mejora de la eficiencia de la industria, por modernización, especialización, integración, fusión, economía de escala, o cambios en su estructura, cuidando de no facilitar el establecimiento de un poder monopólico u oligopólico en los mercados de que se trate; **c)** propiciar la instalación de nuevas actividades industriales en las áreas y zonas de frontera; **d)** impulsar el desarrollo de industrias necesarias para la seguridad y defensa nacional; **e)** facilitar el traslado de industrias ubicadas en zonas de alta concentración urbana.

De esta Ley se desprenden las promociones regionales particulares de las Provincias de San Luis, Catamarca, La Rioja y San Juan (Ley 22.021, 22.702 y 22.973).

La Ley N° 22.021, su Decreto Reglamentario 3319/79 y sus modificatorias determinan el alcance del Régimen de Promoción Industrial para las cuatro provincias especificadas en el párrafo anterior. Establecen quién es la Autoridad de Aplicación en base al tamaño de inversión de cada proyecto presentado por las empresas y definen los parámetros a cumplir por cada compañía.

La vigencia de la Ley 22.021 fue de 33 años, de 1979 a diciembre de 2012. Si bien en su origen esta Ley establecía un período de 15 años, en el año 1996 por medio del Decreto 804/96 se otorgaron nuevos plazos para la puesta en marcha de nuevos proyectos por 15 años más. Luego, en el año 2010, a través del Decreto 699/10 se extendió, con ciertas limitaciones y condiciones, por otros quince años más el plazo de vigencia (este último Decreto de prórroga nunca se reglamentó y por ende no quedó vigente, pero se menciona porque su mera publicación interrumpió prescripciones, lo cual permitió posteriores impugnaciones judiciales). Actualmente no se otorgan nuevos beneficios impositivos para proyectos de inversión industrial. No obstante, aún existen numerosas empresas gozando y utilizando los beneficios fiscales bajo este Régimen Especial. A través de juicios contra AFIP-DGI, han logrado que se les acrediten por varios años más todo lo incumplido por este organismo en los años precedentes. Algunas compañías tienen cupos por 15 años más y otras hasta que se agote el cupo fiscal acreditado en la Cuenta Corriente Computarizada.

El sistema de Promoción Industrial, si bien duró hasta diciembre del año 2012, fue suspendido en 1990 por la Ley Nacional 23.697 de Emergencia Económica y luego fue reactivado en el año 1992 a través del Decreto 2054/92. A su vez se modificaron innumerables veces los procedimientos, las normas y los decretos que regían este sistema, lo cual provocó un ambiente de total inseguridad y desconfianza jurídica.

En palabras de un estudio realizado recientemente por el CONICET por Karamanef y Salvia (2019):

La implementación de esta política se canalizó mediante un Régimen de Promoción Industrial por el cual se brindaba asistencia a regiones deprimidas con el propósito de mejorar el empleo y acortar las tendencias a la concentración. A pesar de las sucesivas reglamentaciones y modificaciones, el sistema general de incentivos fiscales se extendería hasta finales de 2012. (p. 73)

En la actualidad la jurisprudencia y la doctrina que existe a favor de los derechos de las empresas bajo este Régimen Industrial es muy amplia, extensa y fructífera, lo cual permite velar por la supervivencia de las empresas que aún gozan de estos beneficios y siguen apostando al desarrollo de sus actividades en el interior del país. Del voto del Juez Gallegos Fedriani cons. VIII en Autos: Urundel del Valle S.A. c/ Estado Nacional (Poder Ejecutivo Nacional) s/ varios. Causa Nº 5.188/94. Gallegos Fedriani, Fecha: 22/06/1998 CAM.NAC.CONT.ADM.FED.SALA V – Ref.Nor: RT. 17: “los beneficios de la promoción industrial otorgados a la actora, se han incorporado a su patrimonio, y se encuentran, por ende, amparados por el artículo 17 de la Constitución Nacional, no pudiendo ser desconocidos por el propio Estado concedente”.

1.2. Acta de Reparación Histórica.

La promoción Industrial instituida bajo la Ley 22.021 para las provincias de Catamarca, La Rioja, San Luis y posteriormente San Juan surge en el marco jurídico del Acta de Reparación Histórica, firmada en San Fernando del Valle de Catamarca el 25 de agosto de 1973. Los considerandos de la misma señalaban:

Que la Nación desea expresar su público reconocimiento hacia las Provincias de Catamarca, La Rioja y San Luis que, desde antes del nacimiento de la Patria, contribuyeron a crear las estructuras materiales y a forjar las voluntades que impulsarían las gestas libertadoras y la organización del país sobre las bases federales que constituyen hoy su organización política. Que a través de la acción esforzada de sus hijos en las Guerras de la Independencia y en la Organización Nacional y en las luchas por la defensa de las autonomías que dieron lugar a la formación de una república federal, estas provincias volcaron todo su potencial humano, marginando los intereses y especulaciones materiales en pro de altos fines políticos destinados a la consolidación de la nacionalidad.

Por estas razones, la Nación decidió comprometerse, en carácter de Reparación Histórica, a reivindicar lo perdido por las provincias, y se expresó en el Acta de la siguiente manera:

Que, por ello, la Nación decide asumir un compromiso irreversible en carácter de reparación histórica que el poder central debe a estas provincias, que todo lo ofrecieron a través de sus gauchos y caudillos que se volvieron soldados, y de sus sacrificadas mujeres, sin pretender ventajas o compensaciones materiales.

En el Acta se declaraban los siguientes **objetivos**:

La Nación asume el compromiso irrevocable de arbitrar las medidas necesarias para promover el crecimiento de las provincias de Catamarca, La Rioja y San Luis, como reparación histórica por su contribución a la formación de la Nación.

Los ministerios, secretarías de Estado, organismos descentralizados, bancos oficiales, Empresas del Estado y de propiedad del Estado Nacional, adoptarán en sus respectivas áreas los procedimientos y medidas tendientes al otorgamiento de las condiciones más favorables en apoyo de las provincias mencionadas, dentro de los programas que establezca el Gobierno Central. Las normas de legislación general, reglamentos y actos

administrativos que se requieran para cumplir lo dispuesto en este punto, serán dictadas por conducto de los ministerios correspondientes.

1.3. Ley 22.021, sus modificatorias y complementarias.

1.3.1. Breve resumen de los beneficios que establece la Ley 22.021.

La Ley 22.021 fue sancionada en junio de 1979 y publicada en el boletín oficial el 4 de julio de 1979. Su Decreto Reglamentario es el 3319/79. Luego se sancionaron la Ley N° 22.702 que incluye a la provincia de San Luis y la Ley N° 22.973 para la provincia de San Juan.

El objeto de estas leyes fue desarrollar económicamente las cuatro provincias mencionadas, otorgando ventajas tributarias para la radicación de empresas en el sector industrial, agropecuario y turístico. Estos beneficios impositivos consistían básicamente en liberaciones, exenciones y diferimientos de impuestos por un período de 15 años.

Para ser beneficiarios del Régimen Promocional, los interesados debían cumplir una serie de requisitos establecidos por la Ley 22.021 que consistían en presentar un pre-proyecto de inversión. Aprobado éste, se formulaba un proyecto de inversión definitivo con los beneficios fiscales solicitados y quedaba a la espera de que los mismos fueran imputados en la Secretaría de Hacienda de la Nación. El pre proyecto tenía como finalidad la identificación de la persona jurídica y de las personas físicas que la integraban, a los efectos de que cumplieran con los requisitos que estipulaba el Art. 23 de la Ley 22.021. Una vez logradas todas las condiciones, la empresa se transformaba en una firma promocionada, gozando de todos los beneficios que la Ley le otorgaba y debiendo cumplir con los compromisos asumidos por el término de 15 años.

Desvincularse del Régimen antes de los 15 años, implicaba para las empresas beneficiarias, una suerte de incumplimiento al Sistema Promocional. Esto era sancionado con la devolución de todos los beneficios usufructuados más multas e intereses estipulados en la Ley de Procedimiento Fiscal 11.689. A ello se le sumaban también los impuestos exceptuados oportunamente por la provincia (Impuestos a los Ingresos Brutos, a los sellos, inmobiliario, patentes, etc.) que debían devolverse con sus actualizaciones e intereses correspondientes.

El Régimen a lo largo de la historia sufrió modificaciones: se suspendió el 50% de los beneficios (Ley de Emergencia Económica 23.697), se derogó en parte (Decreto Nacional 435/90, artículo 45) y posteriormente se restituyeron esas quitas (Decreto Nacional 2054/92). Este último Decreto Nacional modificó sustancialmente la Ley 22.021 porque permitió, entre otras cosas, que las empresas pudieran desvincularse del Régimen sin la obligación de devolver lo usufructuado, con clara y evidente intención de desalentar las inversiones en el Régimen Promocional.

Los principales beneficios que contempla esta la Ley 22.021, sus complementarias y modificatorias son:

- Exención del pago del Impuesto a las Ganancias para las utilidades originadas en explotaciones industriales con una escala decreciente (Art. 3 Ley 22.021).
- Exención del pago de Impuestos sobre Capital de las empresas, o del que lo complementa o sustituya (Art. 7 Ley 22.021)
- Liberación del Impuesto al Valor Agregado, IVA (Art. 8 Ley 22.021).

Estas exenciones y liberaciones impositivas rigen de acuerdo a la siguiente escala:

Año	Porcentaje exento
1	hasta 100%
2	hasta 100%
3	hasta 100%
4	hasta 100%
5	hasta 100%
6	hasta 95%
7	hasta 90%
8	hasta 85%
9	hasta 80%
10	hasta 70%
11	hasta 60%
12	hasta 45%
13	hasta 35%
14	hasta 25%
15	hasta 15%

- Exención del pago de los derechos de importación y de todo otro derecho o gravamen a la importación de bienes de capital destinados a ser utilizados directamente en el proceso productivo (Art. 9)
- Los inversionistas en empresas bajo este Régimen Especial tienen la posibilidad de diferir el pago de impuestos nacionales hasta un 75% de su aporte de capital que la Autoridad de Aplicación autorice (inc. a artículo 11 Ley 22.021) o bien, de deducir de la base imponible del cálculo del Impuesto a las Ganancias los aportes directos de capital o suscripción de acciones, debiendo mantener por 5 años estas inversiones en el patrimonio (inc. b artículo 11 Ley 22.021).

El artículo 19 de la Ley 22.021 establecía quién actuaba como Autoridad de Aplicación respecto de los proyectos industriales. Si el monto de inversión del proyecto presentado por la empresa **no superaba los \$1.500.000.000**, la provincia era la que evaluaba y dictaba el acto administrativo, resolviendo sobre los beneficios promocionales solicitados según el **inciso “a”** de este artículo. En el **inciso “b”** se incluían aquellos proyectos que implicaban una inversión **entre \$1.500.000.000 y hasta \$3.000.000.000** en donde la provincia solo analizaba el proyecto y debía comunicar el resultado a la Secretaría de Industria y Minería de la Nación. Ésta última se encargaría de evaluarlo y emitiera el informe para luego sí poder dictar el Acto Administrativo provincial que establecía los beneficios promocionales. Por último, el **inciso “c”**, abarcaba a los proyectos con inversiones **superiores a los \$3.000.000.000** en los cuales la provincia solo los analizaba y sería la Secretaría de la Industria y Minería la que resolvería o propondría al Ministerio de Economía de la Nación el dictado del Acto Administrativo. Dicho artículo establecía que los importes fijados en los incisos a), b) y c) se actualizarían mensualmente, mediante la aplicación del índice mencionado en el artículo 82 de la Ley de impuesto a las ganancias, texto ordenado en 1977 y sus modificaciones, referido al mes de enero de 1979, que indique la tabla elaborada por la Dirección General Impositiva para el mes de que se trate.

Este trabajo se centrará en los proyectos comprendidos en el inciso **“a”** del art. 19 descripto en el párrafo anterior en donde la Autoridad de Aplicación es la provincia.

Ahora bien, ¿qué significa ser Autoridad de Aplicación? ¿Qué facultades tiene? En su trabajo sobre “La Autoridad de Aplicación en los Regímenes Promocionales previstos por la Ley 22.021”, Cerioni, L (2014) sintetiza que:

Entonces podemos determinar, sin lugar a dudas, que las facultades de la Autoridad de aplicación dentro del Régimen de Promoción Industrial instituido por la Ley N° 22.021, concordantes y modificatorias son: **otorgar** beneficios, **ampliar** el proyecto de inversión, **corregirlo**, adecuarlo, aclarar y/o **interpretar** la normativa vigente, **verificar** su cumplimiento y **sancionar**. Así lo determinaron los distintos magistrados en sus fallos y la Procuración del Tesoro de la Nación. (p. 23).

Con cita en el Dictamen N° 162:189 del año 1983 de la Procuración del Tesoro de la Nación, respecto de las facultades de la Autoridad de Aplicación expresó que: “La interpretación de todas las normas vinculadas a la aplicación de los Regímenes Promocionales, inclusive las de naturaleza tributaria, compete a la Autoridad de Aplicación.”

Por otro lado, la competencia del Estado Nacional en cabeza de AFIP-DGI, dentro del Régimen de Promoción Industrial, conforme lo dispone el Art. 18 de la Ley 23.658, radica en la **apertura y acreditación** en la Cuenta Corriente Computarizada de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial. También, según lo que establece el Art. 143 de la Ley de Procedimiento Fiscal 11.683, AFIP-DGI debe **denunciar** ante la Autoridad de Aplicación Provincial por presuntos incumplimientos de los compromisos asumidos por las empresas beneficiarias del Régimen Promocional, teniendo la Autoridad de Aplicación Provincial 90 días para resolver al respecto.

Se concuerda con la idea que la Autoridad de Aplicación, para este tipo de Regímenes, sea la provincia. Ésta es quien conoce cómo están distribuidos geográficamente los recursos de la misma, en qué sectores es necesario desarrollar parques industriales para favorecer el desarrollo del lugar, en qué áreas sería fructífero realizar inversiones para la instalación de empresas y el crecimiento del lugar, entre otros motivos. El objetivo principal de estas Leyes es favorecer el crecimiento de las provincias, por ende, se considera que el propio gobierno provincial es el más capacitado para utilizar, aprovechar y optimizar esta herramienta para llevar su provincia a niveles impensados de infraestructura, sanidad, calidad de vida y capacitación como ocurrió, por ejemplo, en la provincia de San Luis.

Karamanef y Salvia (2019) en su estudio para el CONICET demuestran que una vez finalizado el Régimen Especial de Promoción Industrial, un número importante de empresas generadoras de puestos de trabajo en la provincia de San Luis continuaron sus actividades. Ahora bien, es importante destacar que esto no fue mérito solo de la herramienta promocional y es ello lo que diferencia a San Luis del resto de las provincias beneficiarias. Dicha provincia, a lo largo de 33 años de vigencia promocional, implementó múltiples planes (plan Trienal Industria, Plan Mil, Plan PyMEs, etc.) que tenían como fin consolidar el Proceso Industrial, destinando importantes montos del presupuesto provincial a viviendas, autopistas, parques industriales, zona franca, zonas de actividades logísticas, aeropuerto, universidad de oficios, capacitación del sector privado y del sector público, entre muchas otras. Todo esto se implementó como un gran plan gubernamental que abarcaba todas las áreas de gobierno denominado “Competitividad Sistémica”.

Los autores citados muestran las siguientes tablas en dónde exponen, en el primero de ellos, el gasto en actividades de investigación y desarrollo de las distintas provincias promocionadas comparado con el promedio nacional. Allí se puede ver que San Luis lidera el puesto en pesos invertidos por unidad de población:

Tabla 1

Gasto en actividades de investigación y desarrollo en cada una de las provincias, en pesos, por unidad de población

Jurisdicción	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
San Luis	61	70	81	104	119	151	230	295	302	377	567	750	774
San Juan	35	39	44	50	57	65	118	163	176	219	307	371	530
Catamarca	23	25	29	34	52	76	89	136	180	207	263	316	385
La Rioja	14	15	22	27	32	52	84	153	147	179	353	457	548
Promedio nacional	28	30	38	46	35	72	92	128	154	201	267	367	447

Fuente: Karamanef y Salvia (2019). Extraído del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva y proyección de población del INDEC. Disponible en Sistema de Indicadores de Desarrollo Provincial (SIDEPA)

De la primer tabla expuesta se desprende la siguiente en dónde se mide el porcentaje del presupuesto destinado a servicios económicos de estas provincias y el promedio nacional:

Tabla 2

Porcentaje del presupuesto provincial destinado a servicios económicos

Provincia	Año										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Catamarca	8,7	12,6	14,7	14,0	11,2	10,7	10,7	12,3	11,8	8,7	7,4
La Rioja	6,7	10,1	8,2	6,6	10,1	10,3	8,4	12,8	14,8	12,1	11,4
San Juan	8,1	20,0	15,3	18,2	13,8	13,0	16,1	16,2	21,1	16,7	14,1
San Luis	13,0	19,3	13,9	13,8	19,7	22,1	22,0	22,1	22,0	21,2	19,4
Promedio resto	8,4	9,1	9,0	8,6	8,3	8,8	9,1	8,2	9,1	8,3	8,4

Fuente: Karamanef y Salvia (2019).

Karamanef y Salvia (2019) avanzan en su investigación mostrando una tabla de los asalariados industriales por aglomerado comparando entre el año 2005 y 2017 en cada una de las provincias con Promoción Industrial y el resto del país:

Tabla 3

**Asalariados industriales por aglomerado (2005 y 2017)
en base 100**

	Año	Gran Catamarca	La Rioja	San Luis - El Chorrillo	Gran San Juan	Resto urbano
Asalariado industrial	2005	100	100	100	100	100
	2017	102,2	102,5	113,5	89,6	103,4
	Diferencia	(+) 2,2	(+) 2,5	(+13,5)	(-10,4)	(+3,4)

Fuente: Karamaneff y Salvia (2019).

Los autores sostienen que, de acuerdo con el análisis realizado, haciendo una comparación con el resto urbano de 2005, existe mayor probabilidad de ser empleado asalariado industrial en San Luis luego del término de la Promoción Industrial. En base a ello, destacan que, mientras en Catamarca, La Rioja y San Juan, el empleo industrial cae más que en el resto urbano, en San Luis, sucede todo lo contrario.

La investigación de CONICET concluye:

En conclusión, los resultados del modelo pueden tomarse como un indicador de que los mecanismos promocionales permitieron no solo la descentralización en la localización de las actividades productivas hacia espacios de menor desarrollo relativo, sino que, una vez finalizados los beneficios, las empresas alcanzaron un nivel de competitividad que les permitió mantenerse en la provincia. (p. 84).

Se concluye que el Régimen de Promoción Industrial conjuntamente con políticas públicas activas de competitividad sistémica, aplicadas por el gobierno de la provincia de San Luis, lograron alcanzar los objetivos del Acta de Reparación Histórica. Y consecuentemente, las empresas con beneficios fiscales radicadas en esa provincia, adquirieron un valor intrínseco mayor que otras instaladas en provincias que no implementaron políticas de desarrollo.

1.3.2. Utilización de los beneficios promocionales -Cuenta Corriente Computarizada- Ejemplo práctico.

La empresa que deseaba acogerse a los beneficios promocionales tenía que seguir y cumplir un procedimiento y condiciones específicas. Cada compañía debía presentar un Proyecto de Inversión siguiendo la guía S.E.D.I. 773/77 según lo establece el artículo 1 de esta Resolución:

Artículo 1º - La tramitación de los proyectos para los que se soliciten los beneficios previstos en el Régimen de Promoción Industrial establecido por la Ley 21.608 y sus normas reglamentarias y complementarias; se registrará por lo dispuesto en la presente resolución.

Recepcionado el proyecto por la Provincia, ésta verificaba cuál era el monto de inversión para determinar, según el artículo 19 de la Ley 22.021, quién sería la Autoridad de Aplicación. Si el monto era menor al inciso a) de dicho artículo, la provincia era quien analizaba el Proyecto de Inversión y si el mismo era aprobado previamente por la Comisión Evaluadora, se comunicaban a la Secretaría de Hacienda de la Nación los beneficios promocionales del proyecto, los llamados “**Costos Fiscales Teóricos**”, para que se imputaran en el presupuesto de la Nación. Una vez

imputados, la Provincia emitía el Acto Administrativo Particular, mediante el cual se aprobaba de manera definitiva el Proyecto de Inversión, detallando las obligaciones mínimas que dicho proyecto debía cumplir a efectos de usufructuar los beneficios fiscales.

Instalada la empresa en la Provincia de San Luís, debía cumplir con las inversiones mínimas y contratar la mano de obra directa tal como lo estipulaba el proyecto de inversión aprobado, debiendo posteriormente “comunicar la puesta en marcha” ante el Organismo Provincial (Autoridad de Aplicación Provincial). A posteriori, de manera automática, la firma podía empezar a hacer uso de sus beneficios impositivos sin ningún trámite administrativo ante la AFIP-DGI. Esto funcionó de la manera descripta hasta el 11 de noviembre de 1992, fecha en que se publicó el Decreto Reglamentario 2054/92 de la Ley 23.658.

Este decreto, les otorgó a las empresas beneficiarias, entre otras cosas, la posibilidad de optar por permanecer en el Régimen bajo la nueva modalidad de usufructo del beneficio mediante una Cuenta Corriente Computarizada habilitada en AFIP-DGI o bien desvincularse del mismo sin tener que devolver beneficios usufructuados. Las firmas que optaron permanecer en el sistema debían seguir el proceso que describe el Cr. Valsecchi (2013) en su Tesis de Posgrado:

Se le sustituían los beneficios que tenía vigentes y les otorgaban Bonos de Crédito Fiscal, a través de una Cuenta Corriente Computarizada que, según lo establecía su artículo 8, sería administrada por la AFIP, en aquellos tiempos Dirección General Impositiva.

Lo que hacía la DGI, era acreditar el importe de los Bonos de Crédito Fiscal, en la cuenta corriente de cada uno de los beneficiarios, atribución que le había sido delegada por el Ministerio de Economía, Obras y Servicios Públicos.

Por su parte, la administración y control de la cuenta corriente computarizada, establecida por el Dto. 2.054/92, Art. 8, queda reservada a la AFIP. La realidad es que el papel del organismo recaudador en el control y mantenimiento del derecho al goce de los beneficios impositivos promocionales, se han ampliado significativamente. (p. 37 y 38)

El funcionamiento de esta Cuenta Corriente Computarizada es simple: la empresa envía a la AFIP-DGI el formulario (F/516)¹ en los primeros cinco días hábiles de cada mes. En el mismo detalla las compras de insumos, el monto neto, el IVA y nombre y CUIT de cada proveedor. Con ello, el Organismo Fiscal aprueba el formulario dentro de los 3 a 5 días hábiles y emite un bono en triplicado ²: uno es para el Fisco, otro es para la compa a promocionada que queda en su poder para su contabilidad y el último para el proveedor. De esta forma, la empresa promocionada sólo paga su importe neto y entrega el Bono de Crédito Fiscal al proveedor.

Es dable destacar que el Bono que recibe el proveedor, solo puede presentarlo ante la AFIP-DGI, estando prohibido su endoso. Por lo tanto, el Bono de Crédito Fiscal tiene un circuito simple y corto: el proveedor recibe el bono y éste lo entrega como parte de pago de su Impuesto al Valor Agregado. Las características del mismo según el artículo 14 de la Ley 23.658 son:

De conformidad con el Régimen que se instituye por el presente Título, la utilización de los beneficios tributarios referidos en el artículo 12 se hará mediante la utilización de Bonos de Crédito Fiscal, los que tendrán las siguientes características:

a) Nominativos, es decir, no se pueden emitir al portador.

¹ Ver Anexo N  1

² Ver Anexo N  2

- b)** No reintegrables, es decir, el proveedor no los puede monetizar.
- c)** Intransferibles, es decir, no se pueden ceder.
- d)** Actualizables según la variación habida en el índice de precios al por mayor no agropecuario nacional, suministrado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, entre el penúltimo mes anterior al de su otorgamiento y el correspondiente al penúltimo mes anterior al de vencimiento de la obligación a cancelar con ellos.
- e)** Utilizables sólo para el pago de obligaciones tributarias respecto de las cuales se hubiera calculado el costo fiscal teórico a que se refieren las respectivas normas de promoción, correspondiente a cada proyecto promovido, a los efectos de su respectiva imputación en el cupo fiscal de cada jurisdicción.

Respecto a la empresa promocionada, al momento de liquidar su Impuesto al Valor Agregado, debe restar de su Débito Fiscal el Crédito Fiscal (en este caso entrega el Bono de Crédito Fiscal) y por el saldo a pagar presentar un Formulario (F/515)³.

Asimismo, se debe resaltar que la Cuenta Corriente Computarizada está dividida en dos grandes grupos: el cupo de IVA Compras y el de IVA Ventas. Los montos de los bonos de Crédito Fiscal se restan de la cuenta de IVA Compras y el monto de los Formularios (F/515) se deducen de la cuenta de IVA Ventas.

Ejemplo práctico:

Suponiendo que la empresa promocionada AAA S.A. se encuentra en el primer año de usufructo de los beneficios fiscales por lo cual tiene una escala de liberación de IVA del 100%, según el artículo 8 de la Ley 22.021, y que compra y vende el 100% de su producción con Promoción Industrial.

En el mes de enero la empresa promocionada AAA S.A. le compra a su proveedor los insumos para la producción. El monto de IVA Crédito Fiscal originado en las compras no va a tener que pagarlo, sino que en los primeros cinco días del mes siguiente va a petitionar a la AFIP-DGI a través del F/516 el Bono de crédito Fiscal por dicho valor:

³ Ver Anexo N° 3

Compra	
Insumos	\$ 1.000.000
IVA Crédito Fiscal	\$ 210.000
Total	\$ 1.210.000
(-) Bono Crédito Fiscal	-\$ 210.000
Total a pagar al proveedor	\$ 1.000.000

Va a recibir el Bono de Crédito Fiscal por este monto el mes inmediato siguiente. Por lo tanto, el total a pagar al proveedor es el valor neto:

Después de finalizado el proceso productivo, al final de mes, AAA S.A. vende a su cliente:

Venta	
Productos terminados	\$ 2.000.000
IVA Débito Fiscal	\$ 420.000
Total a cobrar	\$ 2.420.000

En el mes de febrero, cuando AAA S.A. tiene que presentar la DDJJ de IVA, lo hace de la siguiente manera:

DDJJ IVA	
IVA Débito Fiscal	\$ 420.000
(-) Bono Crédito Fiscal	-\$ 210.000
Saldo a favor de AFIP	\$ 210.000
(-) Presentación F.515 por el Saldo a pagar * escala de liberación (100%)	-\$ 210.000
TOTAL A PAGAR A AFIP	\$ -

Con este ejemplo se puede ver sin hesitación alguna que la empresa queda liberada de abonar el monto de IVA COMPRAS a través del Bono de Crédito Fiscal y a su vez tampoco debe ingresar el IVA SALDO al Fisco. En el ejemplo, la escala de liberación es del 100%, conforme lo establece la Ley 22.021, durante los cinco primeros años del usufructo de estos beneficios. Cuando la escala comienza a descender, se debe multiplicar ambos saldos a pagar o ingresar por el porcentaje de liberación. El resultante, es lo que debe abonar al proveedor en caso del IVA COMPRAS y a la AFIP-DGI en caso del IVA VENTAS.

Es importante destacar que los beneficios acreditados en la Cuenta Corriente Computarizada se distribuyen, según una escala, año por año durante los 15 años, y cada cupo anual tiene una vigencia de 24 meses incluido el año corriente. La Ley 23.658 Art. 14 inc. g regula esta condición y expresa lo siguiente:

Caducarán automáticamente a los treinta (30) meses de la fecha de otorgamiento si no se utilizan contra las obligaciones tributarias devengadas en el ejercicio al que fueron preimputados o en el inmediato siguiente; no pudiendo excederse del último ejercicio comprendido en los beneficios promocionales.

Es dable aclarar que el artículo indicado *ut supra* establece una vigencia de los beneficios anuales de 30 meses. Sin embargo, en la práctica, el sistema computarizado de AFIP-DGI, denominado “Sistema 2000”, que administra, controla y emite los bonos solicitados, otorga una vigencia de 24 meses.

Ejemplo:

Suponiendo que el cupo correspondiente al año 2018 de una compañía promocionada es de \$ 2.000 y emite bonos (usufructúa) por \$1.000. El saldo \$ 1.000 se traslada por única vez al año 2019 y por un sistema P.E.P.S. los bonos que se emitan primero se descontarán del saldo del año 2018 (\$1.000) y una vez agotado continúa con el cupo del año 2019.

En el caso de los bonos que se requieran en el año 2019 no alcancen a consumir el cupo trasladado del año anterior (\$1.000), el saldo pendiente de utilización del año 2018 caduca.

Ejemplo práctico:

Caso a: Usufructo del 100% de los cupos fiscales año 2018 y 2019

Año	2018	2019	2020
Saldo trasladado	\$ -	\$ -	\$ -
Cupo anual	\$ 2.000,00	\$ 1.500,00	\$ 1.000,00
Utilización 100%	-\$ 2.000,00	-\$ 1.500,00	-\$ 1.000,00
Saldo caduco	\$ -	\$ -	\$ -
Saldo a trasladar	\$ -	\$ -	\$ -

Caso b: Usufructo del 50% de los cupos fiscales año 2018 y 2019

Año	2018	2019	2020
Saldo trasladado	\$ -	\$ 1.000,00	\$ 1.500,00
Cupo anual	\$ 2.000,00	\$ 1.500,00	\$ 1.000,00
Utilización 50%	-\$ 1.000,00	-\$ 750,00	
Saldo caducado		\$ 250,00	
Saldo a trasladar	\$ 1.000,00	\$ 1.500,00	

Método P.E.P.S. : los bonos utilizados en 2019 se restan primero del saldo trasladado del 2018. Si no se consume la totalidad, el saldo caduca (\$250) y se traslada solo el vigente (\$ 1.500).

CAPÍTULO 2: Conflictos entre la Autoridad de Aplicación Provincial y el Organismo Fiscal Nacional (AFIP-DGI).

El Régimen instituido por la Ley 22.021 y sus modificatorias contempla que las Autoridades de Aplicación son las provincias beneficiarias. El Organismo Fiscal, siempre bajo excusas lábiles e interpretaciones erróneas, intentó arrogarse facultades irrevocables de la Autoridad de Aplicación de manera ilegal. Estas conductas ilegales, recalcitrantes y sostenidas, generaron y generan conflictos de competencia entre las Provincias y la Nación, los cuales ocasionaron avasallamientos a los derechos adquiridos de las empresas promovidas.

Pese a que la Ley 22.021 y sus modificatorias claramente postula las facultades pertenecientes a las Autoridades de Aplicación Provincial como así también las competencias delimitadas del Organismo Fiscal, este último siempre en forma sostenida, con conductas dilatorias, interpretaciones tergiversadas, poco serias e ilegítimas cuestionó dichas facultades con el objetivo de incumplir con las obligaciones asumidas dentro del Régimen Promocional, debiendo tenerse en cuenta que en diferentes pronunciamientos judiciales quedó claro que el Régimen Promocional implica un contrato bilateral entre la Provincia y AFIP-DGI.

Estos conflictos, sumados a otros por incumplimientos en la acreditación de los cupos fiscales o desconocimientos de los mismos por parte del fisco han generado gran cantidad de demandas judiciales iniciadas por parte de las empresas contra AFIP-DGI.

Las mismas pueden agruparse en cuatro tipos de reclamos:

2.1. Amparos por quitas de beneficios promocionales. (Art. 45 Decreto Nacional 435/90)

En año 1989, con la asunción anticipada del Dr. Carlos Menem a la presidencia de la Nación, el país estaba a la deriva y en hiperinflación. Unas de las primeras políticas públicas fue el dictado de la Ley Ómnibus de Emergencia Económica N° 23.697 que, entre otras múltiples medidas, suspendía por seis meses el 50% de los beneficios promocionales que instituía la Ley N° 22.021 y sus modificatorias, situación prorrogable por seis meses eventualmente.

En marzo de 1990, mediante el Decreto Nacional N° 435/90, como era de esperar, se prorrogaron por seis meses más los beneficios promocionales, pero el artículo 45° del mencionado Decreto, derogó el principal y más atractivo beneficio promocional que es la liberación del Impuesto al Valor Agregado Compras (I.V.A. COMPRAS).

El Régimen Promocional contempla beneficios y obligaciones que surgen de una relación (fórmula) mediante la cual se calculan los Costos Fiscales Teóricos. Si por cualquier circunstancia la firma no cumple parcialmente con tales compromisos, se reducen (demeritan) proporcionalmente (según una escala porcentual de incumplimiento) y de manera retroactiva sus beneficios y, si tal incumplimiento supera ciertos porcentajes de la escala, caducan sus beneficios quedando fuera del Régimen Promocional con las sanciones que postula la Ley.

Habiendo dicho cómo funciona el Sistema de mérito, cuando el Poder Ejecutivo Nacional (P.E.N.) emitió el Decreto Nacional N° 435/90 que derogó parte de los beneficios promocionales, no contempló también disminuir proporcionalmente los compromisos de las empresas (mínimos de Inversión, Producción y Personal contratado). Es más, no solo aumentó el control del cumplimiento de las obligaciones originales, sino también les caducó el 50% de los beneficios otorgados oportunamente. Por ende, a menor beneficio promocional iguales obligaciones para las firmas. Esto implicó que las empresas acudieran a la Justicia solicitando la tutela de sus

derechos mediante amparos. Así fue como más de 400 casos lograron pronunciamientos a favor, lo que les permitió continuar con sus actividades y que no caducaran todos sus beneficios con la consecuente supuesta devolución de los mismos y la inevitable quiebra de la empresa. Esta situación perduró hasta el 10/11/1992, fecha en que el P.E.N. mediante el Decreto N° 2054/92 restituyó el beneficio IVA-COMPRAS.

En este cauce, se debe destacar que en la actualidad aproximadamente 400 empresas damnificadas obtuvieron resultados favorables en la justicia, no registrándose casos adversos. Consecuentemente, la probabilidad de ganar una demanda de este tipo es 100% (cien por ciento) favorable.

2.2. Juicios de Reexpresión monetaria de los beneficios promocionales

La Ley N° 22.021 y la Resolución (ME) 1280/92 contemplan que los beneficios promocionales sean ajustados por inflación, a efectos de mantener satisfactoriamente la ecuación económica-financiera del Proyecto de Inversión Promocional. De lo contrario, si los beneficios, que sirven básicamente para comprar materias primas y vender productos procesados, no acompañan la evolución de los precios, el proyecto de inversión pierde rentabilidad y sustentabilidad, comprometiendo la viabilidad del mismo.

Al no cumplir AFIP-DGI con las reexpresiones monetarias que indican las normas vigentes, el proyecto se torna inmediatamente inviable y coloca a las compañías radicadas en las provincias promocionadas en una situación financiera crítica. Tal incumplimiento tiene una derivación inmediata: que las normas que reglamentan la utilización de la Cuenta Corriente Computarizada se han tornado irrazonables y por ende inconstitucionales, en tanto violatorias de, entre otros, el derecho de propiedad.

El Organismo Fiscal Nacional omitió deliberadamente cumplir con la Resolución mencionada *ut supra*, con lo cual más de 500 empresas debieron acudir a la Justicia a efectos de que la AFIP-DGI cumpliera con la misma. Estas demandas tuvieron pronunciamientos favorables en todas las Instancias logrando fallo definitivo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación (C.S.J.N) en fecha 4 de junio del año 2013 a favor de las empresas. Es dable destacar que la Excma. Cámara Sala "A" en autos "NORFABRIL SAN LUIS S.A. c/ AFIP-DGI-s/CONT: AD-COMPULSA" Expte N°81014912/2013 expresó:

Si bien es cierto que los pronunciamientos de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, en principio solo son aplicables a cada caso en concreto, no se puede soslayar y destacar que el criterio sustentado en el caso "Orbis" ... ha sido reiterado en numerosas causas como la presente en las cuales se ventila el mismo tema y objeto (Artanco; "Plastar San Luis"; "Formar S.A."; "Servindustrias S.A."; "Startex"; "Flecamet"; "Metalúrgica Puntana"; "Urdegá"; "Aceros San Juan"; "Inca y Per San Luis"; "Metalúrgica La Toma"; "Hilandex San Luis"; "Hormigón Mercedes"; "Polidur San Luis"; "Pringles San Luis"; Tejeduría Galicia"; "Química del Norte"...entre otras.

El mismo continuó expresando lo siguiente:

En los mencionados precedentes ha quedado claramente demostrado el criterio de la C.S.J.N. sobre las cuestiones debatidas en el presente caso, lo cual reviste el carácter de respuesta institucional dada por dicho cuerpo como cabeza del Poder Judicial de la Nación, en aras del elevado propósito de **poner fin** a un litigio de indudable trascendencia.

Atento al precedente transcripto se concluye que alrededor de 500 empresas que acudieron a la justicia reclamando la reexpresión de los Costos Fiscales obtuvieron fallos favorables de la Corte Suprema de Justicia de la Nación en el 100% (cien por ciento) de los casos. Con lo cual, habiendo fijado criterio la C.S.J.N. referido a estas demandas, la probabilidad de obtener sentencia favorable en la actualidad es del 100% (cien por ciento).

2.3. Juicios de reformulación de proyectos de inversión promocionados.

El Decreto Nacional 839/97 artículo 5°, permitía la reformulación de los beneficios promocionales en aquellos proyectos de inversión cuyo Costo Fiscal Teórico hubiesen sido calculados e imputados en el Presupuesto de la Nación bajo condiciones disímiles a las actuales. A modo de ejemplo, los proyectos de inversión promocionados, cuyo Costo Fiscal Teórico hubiesen sido calculados e imputados en el Presupuesto de la Nación en un turno de 8 horas de producción, y que al año 1997 la capacidad real de producción de la firma promocionada fuese, por ejemplo de 3 turnos de 8 horas, podían reformularse (corregirse) los beneficios promocionales a 3 turnos de 8 horas o 4 turnos rotativos. Esto implicaba multiplicar los beneficios aproximadamente por tres. Es dable destacar que la norma indicada *ut-supra* no contemplaba reformular un Proyecto de Inversión por menos turnos de trabajo.

Asimismo, hubo casos cuyo objeto principal estaba fuera de mercado o bien había sido reemplazado, como, por ejemplo, aquellas empresas que fabricaban casetes compactos quedaron obsoletos y fueron reemplazados por discos compactos (CD). Por lo tanto, debían reformular su proyecto original a efectos de poder producir los nuevos productos y satisfacer la nueva demanda, vale decir, dejar de fabricar casetes compactos para pasar a producir discos compactos.

La provincia, como Autoridad de Aplicación, interpretando la normativa (Decreto 839/97 art. 5°) entendió que reformular un proyecto era un concepto más amplio que sólo modificar los Costos Fiscales Teóricos por turnos de trabajo, dado que estos surgen de una fórmula (S.E.D.I. 773/77) donde intervienen otras variables, como ser, los niveles de ventas teniendo en cuenta solo el/los producto/s objeto/s del Proyecto, entre otros.

Continuando con el análisis del Decreto Nº 839/97, el mismo estipulaba que para reformular un proyecto, los interesados debían realizar ciertas presentaciones hasta el **28/10/1997**, sin expresar claramente qué formalidad deberían contener dichas presentaciones ni donde debían efectuarse. Con lo cual, las interesadas cumplieron en tiempo y forma con la presentación del trámite, algunas lo hicieron en AFIP-DGI, otras en las Autoridades de Aplicación y otras en ambos Organismos.

En agosto del año 2000, **tres años después del vencimiento** (28/10/1997), AFIP-DGI emitió una Instrucción Interna IG 532/00, donde indicaba claramente cuáles eran los requisitos de tales presentaciones y donde debían realizarse.

Obviamente ninguna empresa que había realizado las presentaciones en tiempo y forma hasta el 28/10/97 cumplía con todos requisitos que exigía la IG 532/00. Esta conducta extemporánea y antijurídica del Fisco generó 15 reclamos judiciales, que resultaron el 100% con sentencias firmes y definitivas favorables a las firmas promocionadas. Dado estos números, se le va a asignar una probabilidad del 100% de obtener sentencia favorable a todo reclamo ante la justicia respecto a este tema.

2.4. Juicios por desconocimiento del Organismo Fiscal de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial.

Existen múltiples casos en los cuales el Fisco no reconoció los beneficios promocionales otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial, y si los acreditó, lo hizo en menor proporción de lo que correspondía.

En otros casos la AFIP-DGI procedió a acreditar los beneficios a las empresas promovidas después de **10 años** de presentada la puesta en marcha del proyecto. Durante ese período las compañías cumplieron acabadamente con las obligaciones asumidas sin gozar de los cupos fiscales, generando con esta actitud graves perjuicios económicos y fundamentalmente, inseguridad jurídica a los inversores.

Una vez que AFIP-DGI procedió a acreditar los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación, a los 5 años les comunicó a las firmas que ya había terminado la Promoción Industrial por haberse cumplido el plazo promocional de 15 años expresado en el Proyecto. Claramente habían transcurrido 15 años de la puesta en marcha del emprendimiento, pero solo 5 años con beneficios promocionales. Esto infringió de manera grosera lo que postula la Ley 22.021 cc. y modificatorias, la cual en forma clara y contundente expresa que la Promoción Industrial se desarrollará por el lapso de 15 años contados a partir de la puesta en marcha del emprendimiento **con el goce efectivo** de los beneficios promocionales. Este es el caso por ejemplo de la firma ÑONQUE SAN LUIS S.A. quién acudió a la justicia en reclamo de sus derechos adquiridos y conculcados, logrando que los magistrados de la causa fallaran en favor de la empresa porque consideraron que el perjuicio era real y concreto ya que le sustrajeron 10 años de Promoción Industrial por una conducta solo imputable a AFIP-DGI.

Es así que los magistrados de grado fallaron en favor de la empresa y ordenaron la habilitación de la Cuenta Corriente Computarizada de la misma, debiendo acreditar AFIP-DGI los Costos Fiscales por los 10 años que omitió hacerlo y reexpresar dichos cupos conforme a la Resolución Nº 1280 (ME/92).

Otra cuestión se produjo cuando una empresa promovida se presentó ante AFIP-DGI para que le acreditaran los Cupos Fiscales de su Proyecto de Inversión Ampliatorio, el cual había sido aprobado por la Autoridad de Aplicación Provincial y la firma había cumplido con todos los recaudos de su Decreto Promocional. El Fisco rechazó el reclamo de la firma omitiendo la acreditación de los beneficios en virtud de fundamentos no sostenidos jurídicamente. Con lo cual, (previo a agotar la vía administrativa) la empresa acudió a la justicia logrando que los magistrados de Primera y Segunda Instancia fallaran a su favor atento al perjuicio permanente y sostenido de AFIP-DGI en contra de ella. En base a esto, se produjeron casos similares de otras empresas promocionadas cuyo proceso está pendiente del pronunciamiento de la C.S.J.N. en algunos casos y en otros se ha logrado el fallo del más Alto Tribunal, a favor de la promovida. Consecuentemente el período de usufructo de los beneficios de esas firmas es hasta el año 2029, 2030 o más años, conforme a cada caso en particular.

En la actualidad, 27 casos son los que se presentaron ante la Justicia y, en tres de ellos, ya la Corte Suprema de Justicia de la Nación se ha pronunciado a favor de las firmas demandantes. Los demás casos se encuentran en trámite en diferentes Instancias de la justicia, casi todos cuentan con fallos favorables en Primera Instancia y 23 casos con fallos favorables en Segunda Instancia, estando próximos a obtener pronunciamiento definitivo de la C.S.J.N.

La información presentada y resumida en la Tabla 4 se refiere a la Instancia judicial en la que se encuentran las empresas que iniciaron juicios contra AFIP-DGI desde el año 2000 a la actualidad

por desconocimiento deliberado y temerario del Organismo Fiscal (AFIP-DGI), de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial.

⁴Tabla 4

Juicios por desconocimiento del organismo fiscal de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación provincial								
Nº de juicios	Año inicio causa	Año de Sentencia 1ª instancia	Año de Sentencia 2ª instancia	Año de Sentencia CSJN	Etapas actuales	Años en obtener sentencia 1ª instancia	Años en obtener sentencia 2ª instancia	Años en obtener fallo de la C.S.J.N.
1 (*)	2010	2011	2012		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
2 (*)	2013	2014	2015		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
3 (*)	2020				Inst. administrativa	0,0	0,0	
4 (*)	2013	2014	2015		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
5 (*)	2015	2017	2018	2020	Sentencia CSJN	2,1	2,9	4,5
6 (*)	2016	2017	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
7 (*)	2017	2018	2018		Sentencia 2ª instancia	1,1	1,8	
8 (*)	2017	2019	2019		Sentencia 2ª instancia	1,8	2,5	
9 (*)	2016	2017	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
10 (*)	2018	2018	2020		Sentencia 2ª instancia	0,7	1,9	
11 (*)	2020				Inst. administrativa	0,0	0,0	
12 (*)	2016	2017	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
13 (**)	2016	2017	2019		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
14 (**)	2016	2017	2019		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
15 (**)	2015	2016	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
16 (**)	2016	2017	2019		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
17 (**)	2017	2018			Sentencia 1ª instancia	1,0	0,0	
18 (*)	2015	2016	2017	2020	Sentencia CSJN	1,0	2,0	5,0
19 (*)	2015	2016	2018		Sentencia 2ª instancia	1,1	3,3	
20 (**)	2015	2016	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
21 (*)	2014	2015	2016		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
22 (**)	2015	2016	2018		Sentencia 2ª instancia	1,0	3,0	
23 (*)	2015	2017	2018		Sentencia 2ª instancia	2,0	3,0	
24 (*)	2020				Inst. administrativa	0,0	0,0	
25 (*)	2013	2014	2015		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
26 (*)	2015	2016	2017		Sentencia 2ª instancia	1,0	2,0	
27 (*)	2003	2004	2005	2006	Sentencia CSJN	1,0	2,0	3,0

Fuente: elaboración propia en base al sistema web de consulta pública del Poder Judicial de la Nación (<http://scw.pjn.gov.ar/scw/home.seam?cid=947325>), ingresando el número de expediente de las firmas a consultar desde el año 2015 en adelante. Anterior al año referido, aún no estaban vigentes las acordadas Nº 11/14 y 3/15 de la CSJN de digitalización obligatoria de todos los escritos expedidos por los letrados patrocinantes de las empresas, con lo cual, la información anterior a dichas acordadas, se obtuvo personalmente de cada firma en particular atento a los fallos obtenidos en cada proceso judicial.

⁴ Los Nº de juicios corresponden a las distintas empresas que están o estuvieron en juicio contra el Fisco. Los identificados con (*) significa que dichas demandas fueron iniciadas utilizando la vía “Contencioso Administrativo” mientras las que poseen (**), son las que presentaron sus demandas por la “Acción Declarativa de Certeza”. Ambas vías son válidas, y representan diferentes estrategias jurídicas empleadas. Analizando estas estrategias, la “Acción Declarativa de Certeza” no exige agotar la vía administrativa, pero en la Instancia judicial es más lenta ya que se deben diligenciar las pruebas aportadas por ambas partes. En cambio, la otra vía, exige agotar la vía administrativa previa al proceso judicial, con lo cual el mismo es más corto ya que la totalidad de las pruebas están aportadas al momento de iniciar la demanda y generalmente el magistrado declara a ese juicio como “de puro derecho” (no hace falta diligenciar pruebas). Esto es solo a efectos de aclarar y mencionar las diferencias, pero no es objeto de esta tesis.

Al analizar la Tabla 4 se observa que, de los 27 casos existentes, el 11% ya han tenido sentencia favorable en la C.S.J.N. y el 85% ya obtuvo sentencia favorable en Segunda Instancia habiendo obtenido sentencia favorable también en Primera. Por lo expuesto, el autor llega a la conclusión que alcanzar un fallo definitivo favorable en Segunda Instancia es altamente probable siempre y cuando las empresas cumplan con todas las obligaciones requeridas, gocen de todas las características administrativas y legales que las habiliten y cumplan con los procedimientos en tiempo y forma. Sin embargo, como toda probabilidad, a menos que sea del 100%, siempre existe la posibilidad que pase lo contrario como lo es en este caso, el riesgo inherente a todo proceso judicial. En la Tabla 5 se resumen los datos obtenidos del cual se arriban a las siguientes conclusiones:

Tabla 5

Instancias	Situación actual	Cant. Casos	% sobre el total	Promedio años hasta lograr sentencias:	Probabilidades estimadas ponderadas por los años en lograr las sentencias
Inst. administrativa	3	-			35,3%
Sentencia 1ª instancia	1	24	88,9%	1,12	65,8%
Sentencia 2ª instancia	20	23	85,2%	2,41	90,0%
Sentencia CSJN	3	3	11,1%	4,18	100%
Total	27				

Fuente: elaboración propia

En la columna del “promedio de años hasta lograr sentencias” se calculó en base a las fechas en que iniciaron los juicios las distintas compañías y el año en que fueron notificadas las diferentes sentencias en Primera y/o Segunda Instancia y el fallo definitivo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

Para el cálculo de las “probabilidades estimadas ponderadas por los años en lograr las sentencias” se ha realizado lo siguiente:

- Se asignó una probabilidad del 100% (cien por ciento) a los casos que tienen **sentencia favorable en la C.S.J.N.** porque lógicamente el juicio ya está terminado;
- Para los que ya tienen **sentencia favorable en 2ª Instancia**, se les asignó una probabilidad del 90% (noventa por ciento) teniendo en cuenta que el 85% de los casos actuales ya la obtuvieron y que no hay antecedentes en que la C.S.J.N. haya fallado en contra de la empresa cuando se obtuvo sentencias favorables en las primeras instancias;
- Para las empresas que tienen **sentencias en 1ª Instancia** se decidió tomar la probabilidad del 90% y dividirla por la diferencia de años que conlleva obtener la segunda sentencia frente a la primera;
- Por último, para las compañías que se encuentran en la **Instancia administrativa** se utilizó la misma fórmula anteriormente descrita, pero utilizando el tiempo que usualmente se demora el proceso judicial en obtener la sentencia de 2ª Instancia respecto del momento en que se finaliza la Instancia administrativa o inicia el proceso judicial.

Tomando como referencia esas probabilidades obtenidas, se decidió aplicar las probabilidades descriptas en la Tabla 6 a los flujos de fondos que se utilizarán en la valuación del Capítulo 3. Éstas representan la probabilidad de obtener sentencia favorable en la C.S.J.N. ponderada por el tiempo que demora el proceso judicial y el riesgo inherente al mismo:

Tabla 6

Instancias	Probalilidad
Inst. administrativa	20%
Sentencia 1ª instancia	60%
Sentencia 2ª instancia	90%
Sentencia CSJN	100%

Fuente: elaboración propia

Analizando los tiempos en que ha incurrido la C.S.J.N. en fallar en las diferentes causas bajo estudio, se observa que no hay coincidencia en los plazos ante casos similares. El tiempo promedio de años hasta lograr la sentencia definitiva de la C.S.J.N. de la Tabla 5 se basa solo en 3 casos. La explicación de esto podría ser que, si bien los orígenes de los litigios son análogos, las demandas suelen interponerse con diferentes improntas conforme a la tutela de los derechos que se peticionan. En efecto, las pruebas a aportar suelen ser más exigentes en algunas causas atento al reclamo efectuado, los rechazos expresos de AFIP-DGI en la vía administrativa pueden diferir de un caso a otro, o tal vez el silencio administrativo exija a la demandante (empresa) plantear su demandada por vía judicial, ya sea por un contencioso administrativo o por una acción declarativa de certeza. En fin, cada caso es evaluado por el abogado patrocinante, lo cual requiere pruebas a aportar diferentes, plazos procesales más breves que otros, pericias contables que el caso exige o no, todas contingencias propias de cualquier litigio.

Más allá de los plazos que el proceso requiere y el tiempo que la Justicia necesita para dictar un fallo, se puede apreciar, sin hesitación alguna que, en el estudio *in examine*, los pronunciamientos de la C.S.J.N. han sido favorables a las empresas actoras en virtud de la ponderación de las pruebas aportadas y demás circunstancias del proceso que coadyuvaron a que dichos fallos tuvieran el éxito deseado por las demandantes, logrando que sus derechos cercenados sean reconocidos dentro de un Estado de Derecho.

Teniendo en cuenta lo expresado con anterioridad, se hará un detalle sucinto de cómo se solicita la tutela jurídica de los derechos cercenados por el Fisco a las empresas. En primer lugar, la empresa debe efectuar un reclamo administrativo ante el Órgano Fiscalizador (AFIP-DGI) con todas las pruebas que lo sustentan, luego el Fisco puede optar por dos alternativas: contesta y rechaza lo requerido en tiempo y forma conforme la Ley de Procedimiento Administrativo (Ley 19.549) y la Ley de Procedimiento Fiscal 11.683 o, la otra alternativa es que no conteste, con lo cual, queda configurado el silencio administrativo (art. 10 de la Ley 19.549). En ambos casos, agotada esta vía administrativa, queda expedita la vía judicial, entablado la demanda que será según la circunstancia y la ponderación del letrado patrocinante por una acción contenciosa administrativa o por un proceso ordinario legislado en el C.P.C.C.N. (Código Procesal Civil y Comercial de la Nación). A resultas de ello, los plazos y las pruebas difieren en cada caso siendo algunos más extensos, otros más expeditivos.

Ahora bien, debido que los procesos judiciales son largos y la urgencia que tienen las empresas para resolver los perjuicios irreparables económicos y financieros que les genera los incumplimientos ya descritos de AFIP-DGI, abordan como estrategia jurídica más conveniente, entablar la demanda solicitando conjuntamente al magistrado de Grado que, *inter dure* el proceso, le otorgue una **medida cautelar** siempre y cuando se pruebe que existe verosimilitud del derecho, peligro en la demora (ejemplo: despidos masivos, perjuicio irreparable, cierre de la empresa, etc.) y una contracautela. Esta última se resume en un monto que discrecionalmente fija el Juez, y la empresa, conforme el monto establecido, puede ofrecer como caución un

inmueble (la misma planta fabril previa tasación), un mueble, una caución juratoria o una caución de seguro. Aceptada dicha caución ofrecida se otorga la medida cautelar debiendo ser cumplida inmediatamente por el Fisco bajo apercibimiento de aplicar multas conminatorias y compulsivas. Dicho esto, a la empresa demandante le permite continuar con su proceso productivo usufructuando los beneficios promocionales. La medida cautelar ordenada por el Magistrado es básicamente la orden de acreditar los beneficios fiscales adeudados en la Cuenta Corriente Computarizada de la empresa mientras dure el proceso judicial hasta llegar a un fallo firme y consentido.

Es dable destacar que esta escueta explicación del desarrollo de este proceso tiene como finalidad apreciar que la firma puede usufructuar (durante el litigio y mediante una medida cautelar) los beneficios fiscales, que son, ni más ni menos, derechos adquiridos legalmente y que constituyen derecho de propiedad adquirido (art. 17 de la Constitución Nacional).

CAPÍTULO 3: Valuación de los beneficios promocionales

Previo a adentrarnos en la valoración específica de los beneficios promocionales se plantean algunas preguntas básicas: ¿Qué es una valuación? ¿Por qué valuamos? ¿Qué implica valorar una empresa en un país como Argentina?

Valuar es el proceso de estimar el valor de un activo (o de un pasivo) utilizando distintos métodos y considerando diferentes escenarios con el objeto de obtener rangos de valor. En el caso que nos ocupa, la valuación nos aporta una herramienta con sustento analítico en el marco de un proceso de compraventa que suele ser complejo y subjetivo. La valuación de empresas, proyectos u activos es una herramienta importante en la economía argentina por los numerosos procesos de compra venta, nuevos proyectos de inversión, fusión o reorganizaciones de empresas, la necesidad de calificar para créditos u obtener financiaciones.

En un país como Argentina, con los enormes problemas inflacionarios, la débil estabilidad económica, financiera, laboral y política, los drásticos cambios de rumbo en el manejo de las políticas de desarrollo y el pequeño tamaño del mercado de capitales que existe en la actualidad, hace que sea arduo y engorroso la aplicación de los métodos de valuación existentes a nivel internacional y necesaria la adaptación de los mismos a países emergentes.

Natan (2008) sostiene que los métodos para llevar a cabo la valoración de las organizaciones se pueden dividir en cuatro conjuntos:

Métodos Contables: son métodos que realizan una valoración estática de la empresa. La ventaja de estos métodos es que son fáciles de estimar y usar. Por otra parte, pueden ser justificados con documentos. Sin embargo, no consideran los flujos que se generarán en el futuro ni el valor tiempo del dinero. Tampoco tienen en cuenta el riesgo involucrado en el negocio.

Métodos de Plusvalía: son métodos híbridos que tratan de combinar valores contables (o de costo de reposición) con determinada plusvalía, la cual es calculada de diferentes formas. Mezclan lo estático con lo dinámico.

Métodos basados en dividendos: son métodos dinámicos, debido a que prescinden del valor sustancial⁵ y se fijan solo en el valor de los beneficios o utilidades y de los dividendos futuros. El valor contable no expresa el valor que tienen los fondos de los propios accionistas, que no es otro que el precio que el mercado está dispuesto a pagar por ellos en mérito de las utilidades que ellos generan. El supuesto principal de estos métodos es que el beneficio o dividendo es constante e ilimitado en el tiempo.

Métodos de Descuento de flujo de Fondos: se basa en el descuento de los flujos de fondos futuros. Su soporte conceptual es que la empresa vale lo que es capaz de generar a través de un horizonte definido de tiempo, más el valor del horizonte de tiempo no calculado. (p.12)

En el presente trabajo vamos a utilizar los métodos del último grupo descrito por Natan (2008). Esta forma de valuar es conocida por sus siglas en inglés como “DCF” cuya traducción es “Descuento de los Flujos de Caja”. El mismo tiene dos formas de calcularse: por un lado, con la tasa de descuento basada en el Costo Promedio Ponderado Del Capital, popularmente llamado WACC por sus siglas en inglés (*Weighted Average Cost of Capital*) y por el otro lado, a través del Valor Presente Ajustado o *Adjusted Presente Value* de los flujos de caja. Estas dos maneras de aplicar el DCF son ampliamente discutidas por los analistas y especializados en la materia, entre los cuales algunos defienden y utilizan WACC y otros solo APV. Lo cierto es que el resultado que arrojan ambas valuaciones es muy similar. Se considera útil valuar utilizando WACC, y dejar plasmado el valor que arroje APV a efectos de comparación. A su vez, se utilizará el método de Montecarlo para simular los distintos escenarios (pesimistas, neutrales y optimistas) respecto de las estimaciones que se hagan para evaluar por DCF otorgando al usuario de la información un rango de valores. También se analizará la opción de incorporar *EARN-OUTS* en los acuerdos de compra y venta, fusión o adquisición del activo bajo análisis que se explicarán más adelante.

Es valioso destacar, al momento de adentrarse en la materia de valoración de compañías u activos, que existe una gran diferencia entre valor y precio. La Dra. Reed (2018) en su publicación redacta que el precio es el monto fijado para la compra de un activo que va a depender de la oferta y la demanda del mismo, mientras que el valor es el monto que el comprador está dispuesto a pagar en función de los flujos de fondos futuros esperados por dicho activo y los riesgos inherentes al mismo. El valor suele ser menos volátil porque se fundamenta en supuestos más sólidos. En palabras de Warren Buffet, uno de los inversores más sofisticados en el mundo de las finanzas, la diferencia entre estas dos palabras es: Precio es lo que pagas, Valor es lo que recibís.

Orientando la teoría descrita en los párrafos precedentes al objeto de estudio de esta tesis, al momento de evaluar los beneficios impositivos de una empresa con Promoción Industrial es importante analizar y plasmar una forma de valorarlos, ya que es un caso muy específico, que incluye a un grupo selecto de empresas argentinas bajo un Régimen Especial, pero que representan cifras de gran cuantía para las compañías beneficiarias de los mismos. Actualmente, debido a la situación financiera y económica en la que se encuentra el país son reiteradas las consultas en relación con la compra y venta de tales paquetes accionarios.

⁵ Valor sustancial es definido por Camarés Stornini (2014) como: “la inversión que debería hacerse en el caso de querer constituir una empresa idéntica a la que se pretende valorar. Se podría definir también como el valor de reposición de los activos, en el supuesto de continuidad del negocio, como oposición al valor de liquidación y, normalmente, no se incluyen aquellos bienes que no contribuyen a la explotación (Propiedades no utilizadas, participaciones, etc.)”. (p. 38).

3.1. Análisis específico de los beneficios promocionales de un caso particular.

El caso particular bajo análisis es una empresa que se instaló en el año 1996 en la provincia de San Luis en el marco del Decreto Nacional N° 804/96. Posteriormente, en el año 1999 su paquete accionario fue adquirido por una compañía cuyo ranking actualmente se encuentra entre las 100 empresas con mejor reputación del país⁶. Al cabo de 24 meses, esta última, mediante una fusión, absorbió a la firma originalmente promocionada e inició un reclamo, primero administrativo y después judicial por beneficios promocionales otorgados por la provincia a la firma absorbida no reconocidos por AFIP-DGI.

Mientras transcurrían estos reclamos, en el año 2013 compró otro paquete accionario con beneficios promocionales acreditados, pero con una impugnación judicial ya iniciada por Reformulación no reconocida por el Organismo Fiscal, y al cabo de 24 meses la firma promocionada también fue absorbida mediante fusión.

En el año 2018 logró sentencia definitiva favorable de la reformulación reclamada respecto del último paquete accionario adquirido, y a finales de 2019 obtuvo sentencia definitiva favorable en la C.S.J.N. a los beneficios no reconocidos por el fisco respecto del primer paquete promocionado adquirido, resultando esta compañía beneficiaria del Régimen de Promoción Industrial de la Ley 22.021 hasta el año 2029.

El análisis particular de este caso se encuadra en el punto 2.4 del Capítulo 2 del presente (Juicios por desconocimiento del Organismo Fiscal de los beneficios otorgados por la Autoridad de Aplicación Provincial). Los cupos fiscales objetos de la valuación de este trabajo, ya están pre definidos, se acreditan año por año en la Cuenta Corriente Computarizada y deben ser reexpresados de Oficio por el Organismo Nacional cada vez que se otorgan.

El caso analizado ya transitó por todo el proceso judicial habiendo obtenido sentencia favorable definitiva en todas las Instancias, incluida la C.S.J.N. La elección de este caso en particular no es aleatoria toda vez que reúne en sí mismo complejidades, tanto organizacionales como promocionales, abarcativa de la mayoría de las situaciones de las causas estudiadas en el presente trabajo. Esto permite proyectar el análisis particular al resto de los casos a fin de arribar a un modelo general.

Para aplicar la **probabilidad** descripta en la Tabla 6 a los cupos fiscales proyectados del caso bajo análisis, se cita la definición de la esperanza matemática o valor esperado de Contreras García (2015): “la suma del producto de la probabilidad de cada suceso por el valor de dicho suceso”. Esto implica que la probabilidad calculada en el Capítulo 2, se va a multiplicar por el valor de los cupos a acreditarse en los años subsiguientes para poder reflejar en la valuación ese riesgo asociado a la vía judicial.

La probabilidad va a quedar definida en base a un análisis que se hizo de todos casos concretos de empresas que han ganado el juicio contra AFIP-DGI con sentencia favorable expedida por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, y las que aún siguen litigando contra el Organismo Recaudador de impuestos nacionales. Los valores asignados a la probabilidad quedan de la siguiente manera:

- ✓ 100% para aquellas que han culminado el proceso con sentencia favorable
- ✓ $0\% < P(x) < 100\%$ en base a la etapa del juicio en la que se encuentre.
- ✓ 0% a las que han perdido el juicio (no hay casos desfavorables hasta el momento)

⁶ Fuente: diario Clarín. Ranking merco 2019

3.1.1. Método de valuación DCF

El método de flujos de fondos descontados (DCF) supone que el valor de una empresa es igual a la cantidad de dinero que alguien está dispuesto a pagar HOY para recibir el flujo de caja de los futuros años. Es uno de los modelos más utilizados para determinar el valor de diversos activos.

Mun (2006) resume las ventajas de usar DCF:

- ✓ Criterios de decisión claros y consistentes para todos los proyectos.
- ✓ Los mismos resultados, independientemente de las preferencias de riesgo de los inversores.
- ✓ Cuantitativo, buen nivel de precisión y económicamente racional.
- ✓ No es tan vulnerable a las convenciones contables (depreciación, valoración de inventario).
- ✓ Tiene en cuenta el valor temporal del dinero y las estructuras básicas de riesgo.
- ✓ Relativamente simple, ampliamente enseñado y aceptado.
- ✓ Fácil de explicar a la gerencia: "Si los beneficios superan los costos, ¡hágalo!"⁷.(p.78)

Para cualquier tipo de valuación por medio de DCF hay que definir y estimar las tasas y los flujos de fondos a descontar. Se va a llevar adelante una descripción de los mismos para poder entender cómo y por qué se valorará la compañía con estas estimaciones.

3.1.1.1. Determinación de los flujos de fondos esperados a descontar e inflación anual:

El caso objeto de la valuación supone una compañía que goza de 10 años más de cupos fiscales. Evaluando la escala decreciente que aplica el artículo 8 de la Ley 22.021, a la empresa le restan cupos por usufructuar que representan el 65% (sesenta y cinco por ciento) de los beneficios totales asignados en el año 2015. Es decir, en un ejemplo simplificado: si una empresa recibiera en total \$1.100 a distribuir en los 15 años, la división anual en base a la escala sería de \$100 los primeros 5 años, luego \$95 para el sexto año, \$90 para el séptimo y así sucesivamente. Se observa que durante los primeros 5 años va a poder utilizar \$500 del total, o sea un 45% (cuarenta y cinco por ciento). Por ende, la valuación de los beneficios de esta empresa bajo análisis será del 65% de sus beneficios restantes para los 10 años próximos.

El monto real que se le ha acreditado surge de los cupos fiscales pre-definidos al inicio del proyecto de inversión. Esos montos son reexpresados todos los años por la AFIP-DGI y acreditados en las cuentas corrientes computarizadas de cada compañía. La comunicación de dicha acreditación anual se hace a través de la notificación según Decreto N° 230/04⁸ en la cual se detallan los 15 años de promoción con sus respectivos montos diferenciando el valor de exención en el impuesto a las Ganancias, en el IVA Compras y en el IVA Ventas. La Administración Federal de Ingresos Brutos reexpresa estos montos utilizando el IPIM código 2 denominado "Industria Manufacturera y Energía Eléctrica" publicado mensualmente por el INDEC.

Específicamente, el monto en pesos expuesto en el flujo de fondos a descontar en el año 2020, del cual parte la proyección hasta el año 2029, se tomó del valor real acreditado en la Cuenta Corriente Computarizada detallado en la pantalla de AFIP-DGI⁹(monto de liberación del impuesto

⁷ Traducción propia al español.

⁸ Ver Anexo 4

⁹ Ver Anexo 6

a las Ganancias, IVA Compras e IVA Ventas). Para los años subsiguientes se lo multiplicó por la escala que señala la Ley 22.021 en su artículo 8 y por la inflación estimada.

Para la estimación de la inflación, primero se hizo una comparación (Tabla 7) entre la arrojada por dicho IPIM, la del FMI (Fondo Monetario Internacional) y la de INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) en los últimos años. Si bien el IPIM, salvo en el año 2018, marca una importante variación de la inflación respecto a las otras dos, a los efectos del presente se va a estimar en base a la proyección publicada por el FMI ya que lo hace hasta el año 2024.

Tabla 7

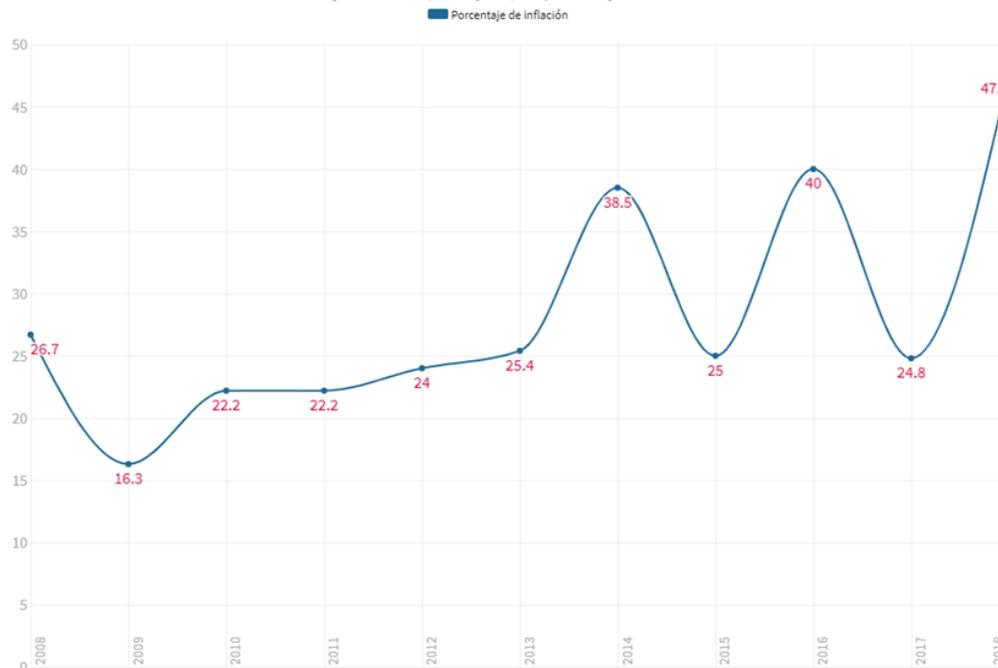
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inflación FMI	25,70%	34,30%	54,40%	51,00%	32,30%	26,90%	22,20%	17,00%
Inflación IPC nivel general (INDEC)	24,80%	47,65%	53,83%	31,30%	25,50%			
IPIM Industria Manufacturera y Energía Eléctrica (INDEC)	20,16%	67,64%	59,96%					

Fuente: propia

Para estimar la inflación argentina hasta el año 2029 el autor de este trabajo va a extender un año más la tendencia decreciente que expone el FMI, definiendo para 2025 un porcentaje de 15% (quince por ciento) anual. Luego se opta por mantener el mismo porcentaje hasta el final del período bajo análisis (2029) basándose principalmente en la inflación existente en los últimos 12 años de Argentina, la cual nunca estuvo por debajo del 16% (dieciséis por ciento), tal cual lo muestra el Gráfico 1 de Pereira Poizón. Por lo tanto, considerar un 15% (quince por ciento) de inflación se entiende que es un parámetro conservador.

Gráfico 1

2008-2015: IPC Congreso y consenso entre economistas para años anteriores. 2016: el Gobierno tomó como válidos los índices CBA y San Luis (41% y 31,4%). 2017 y 2018: datos del Indec



Fuente: Pereira Poizón (2018)

También es necesario estimar la inflación de Estados Unidos ya que se va a aplicar en la fórmula de descuento y para proyectar el tipo de cambio nominal a través de la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), tema desarrollado en la página 32. Para ello se toma lo publicado por el FMI para los últimos 12 años (2008-2019) el cual arroja una línea de tendencia levemente creciente, y en los últimos 3 años de proyección (2022 - 2024), proyecta una inflación de 2,3% (por ciento) como se observa en el Gráfico 2. En base a ello, se opta por mantener el mismo porcentaje hasta el final del horizonte de valuación.

Gráfico 2



Fuente: elaboración propia. Datos FMI

La Tabla 8 muestra el resultado de la inflación argentina y de Estados Unidos, real y proyectada, a utilizar en la valuación presente:

Tabla 8

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	Real		Proyectado por el FMI					Proyección estimada por el autor				
Inflación Argentina	34,30%	54,40%	51,00%	32,30%	26,90%	22,20%	17,00%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Inflación FMI	2,40%	1,80%	2,30%	2,40%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenidos los flujos futuros a descontar multiplicados por la inflación local, se los va a multiplicar por la probabilidad de obtener sentencia favorable en la C.S.J.N. descripta anteriormente. La esperanza matemática de dichos valores quedaría dada por la siguiente fórmula:

$$E(x) = x_1 \cdot p_1 + x_2 \cdot p_2 + \dots + x_i \cdot p_i = \sum_{i=1}^n x_i \cdot p_i$$

En la práctica, al multiplicar los valores de los cupos fiscales por una probabilidad que puede tomar valores entre 0 y 1, se va a disminuir el monto en caso que la empresa se encuentre en juicio sin sentencia definitiva de C.S.J.N. El propósito de esto, es poder darle un valor económico a la seguridad que otorgan los beneficios fiscales que gozan de sentencia definitiva, los que están próximos a obtenerla o aquellos que se encuentran en la etapa inicial del proceso y por lógica tienen asociado un mayor riesgo.

3.1.1.2. Horizonte de valuación bajo análisis

Mientras más años se proyecten, más complejo es obtener estimaciones certeras de las variables a pronosticar. Por este motivo, es una práctica habitual estimar un número determinado de años y al final de ese período explícito calcular el valor terminal o final de esos fondos descontados, el cual entiende que la compañía estabiliza sus flujos a partir de ese momento. Sucasas (2004) define 3 puntos a tener en cuenta a la hora de elegir el período de análisis:

- La estimación de las variables que se incluirán en las proyecciones económicas financieras en cada período hasta el punto donde la incertidumbre haga que la gerencia se sienta “incómoda”.
- La naturaleza del negocio, el que puede jugar un rol particular.
- La política de la gerencia o alguna circunstancia especial que pueda determinar el horizonte de tiempo. (p. 24)

En el caso *in examine* se ven reflejados los últimos dos puntos descriptos ut supra debido a que el Régimen de Promoción Industrial bajo la Ley 22.021 sus modificatorias y complementarias, otorga 15 años de beneficios. Por lo tanto, esta valuación tomará como plazo el tiempo de duración del Régimen Promocional (año 2029 para la empresa analizada) y no será necesario estimar ningún Valor Terminal ya que se proyecta la totalidad de los años de duración del proyecto.

3.1.1.3. Determinación de la moneda a utilizar

Los métodos de valuación de empresas en Argentina a moneda local serían más fáciles de realizar si el mercado financiero fuera mucho más grande y desarrollado. Al momento de buscar las tasas libres de riesgo, los coeficientes betas y la prima de mercado que son necesarias para valuar una empresa por el método de DCF, no es factible encontrarlos en mercados como el doméstico. Para resolverlo, los analistas pueden optar entre trabajar en moneda local y buscar tasas de descuento en esa misma moneda o dolarizar todos los flujos y utilizar las tasas de países desarrollados. Damodaran (2010) redacta en uno de sus ensayos esta problemática, estableciendo que es tentador cambiar los flujos a monedas duras. Si así se hiciera, resalta la necesidad de incluir el riesgo país en las tasas de interés.

Analizando el mercado argentino, se observa la situación crítica en que se encuentra el país por causa de su deuda externa, la dificultad para encontrar instrumentos financieros en pesos con tasas que sean consideradas inversiones seguras dado el inminente “reperfilamiento” de bonos que llevó adelante el gobierno de Macri, el bajo número de empresas que cotizan. En consecuencia, es muy difícil encontrar coeficientes betas que se ajusten a la empresa bajo estudio. También se debe considerar la prima de riesgo de mercado que, extraída de los valores del mercado argentino, no es un buen indicador por el bajo volumen del mismo y que el riesgo país está expresado en dólares y no en moneda local.

Es por ello, que esta tesis optará por presentar el análisis de toda la valuación en dólares. Se va a utilizar la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) o “PPP” por sus siglas en inglés para calcular cuál será el Tipo de Cambio Nominal hasta el año 2029. Lorduy Herrera (2015) explica de dónde procede el concepto de PPA:

Este concepto deriva directamente de la ley de “un solo precio”, la cual plantea que, si dos economías tienen nexos comerciales entre sí, y se supone que no existen barreras artificiales al comercio (aranceles, licencias, cuotas, etc.), y que, además, los costos de

transporte son irrelevantes¹⁰, se puede pensar en que los productos idénticos que se comercien entre ellas tendrán el mismo precio en términos de una moneda común. (p. 126)

No obstante, según sigue explicando Lorduy Herrera (2015), esta descripción se refiere al concepto PPA “absoluta” o “fuerte” y existe otra variante de esta teoría conocida como PPA “relativa” o “débil”. Ésta establece que las fluctuaciones de las tasas de cambio nominales de la moneda local y la extranjera se deben a la variación porcentual de los precios domésticos (tasa de inflación interna) y de los precios externos (tasa de inflación externa). Esta segunda versión es nombrada así porque relaja los supuestos que deben cumplirse en la versión “absoluta” o “fuerte” como son los costos de transporte y de barreras artificiales. La fórmula queda definida de la siguiente manera:

$$\begin{array}{l} E(1 + i_d) = E(S_{D/USD}) \\ E(1 + i_{usd}) = S_{D/USD} \end{array}$$

Donde $E(x)$ es la esperanza matemática que tomará para el próximo año; i_d es la inflación local; i_{usd} es la inflación externa y $S_{D/USD}$ es la relación de cambio entre la moneda local y la extranjera.

Para la proyección del tipo de cambio nominal se va a utilizar hasta el año 2022 la estimación que hace el REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) del BCRA y luego se aplicará la teoría PPP descripta.

Por lo tanto, en base a las expectativas del REM, aplicando teoría PPP, teniendo en cuenta las tasas de inflación local y extranjera que se proyectaron anteriormente y la probabilidad de éxito en la Corte Suprema de Justicia de la Nación, los flujos proyectados quedan de la siguiente manera:

¹⁰ Lorduy Herrera (2015) explica que: esto es equivalente a la no existencia de barreras naturales, las cuales refieren a costos de transporte excesivamente altos y/o al tiempo que lleva transportarlos, que impide que algunos bienes específicos conserven sus características al llegar a su destino.

Tabla 9

Flujos de Fondos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Datos	Real	Presupuesto	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo fondos en Pesos	445.404.545,00	623.566.363,00	742.480.468,42	800.876.557,27	782.936.922,38	641.225.339,43	442.445.484,21	228.965.538,08	92.158.629,08	26.495.605,86	4.570.492,01
Flujo de fondos en USD		7.943.520,55	7.462.115,26	6.488.682,32	5.310.337,61	3.802.732,77	2.334.117,37	1.074.510,93	384.728,64	98.394,35	15.098,61
Escala de liberación impositiva Let 22.021 art 8			0,9	0,85	0,8	0,7	0,6	0,45	0,35	0,25	0,15
Probabilidad de Sentencia favorable en C.S.J.N.: 100%	USD	7.943.520,55	7.462.115,26	6.488.682,32	5.310.337,61	3.802.732,77	2.334.117,37	1.074.510,93	384.728,64	98.394,35	15.098,61
Variables											
Inflación FMI Argentina	54,40%	51,00%	32,30%	26,90%	22,20%	17,00%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Inflación EEUU FMI	1,80%	2,30%	2,40%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
TCN Oficial- cierre (REM)	59,88	78,5	99,5	123,43	147,44	168,62	189,56	213,09	239,54	269,28	302,71

Fuente: elaboración propia.

En el presente cuadro de Excel se puede ver que se estimó la inflación local y externa desde el año 2025 en adelante y el Tipo de Cambio Nominal desde el año 2022.

Los flujos en pesos están reexpresados año por año por la inflación determinada, luego fueron divididos por el Tipo de Cambio Nominal para obtener los flujos en dólares. A su vez, se los multiplicó por la probabilidad de obtener sentencia favorable en la C.S.J.N. que en este caso es del 100% ya que la compañía bajo estudio ha superado todas las Instancias judiciales obteniendo sentencias definitivas favorables en todas ellas.

3.1.1.4. Utilización del Costo Medio Ponderado del Capital (WACC)

Una de las formas más populares de determinar si un proyecto de inversión es viable es a través del cálculo de Valor Presente Neto, definido como la suma de los flujos estimados actualizados a valor presente con una tasa de descuento determinada. Por lo tanto, lo primero que hay que especificar cuando se opta por este método es: ¿A qué tasa se deben descontar dichos montos para obtener el valor presente?

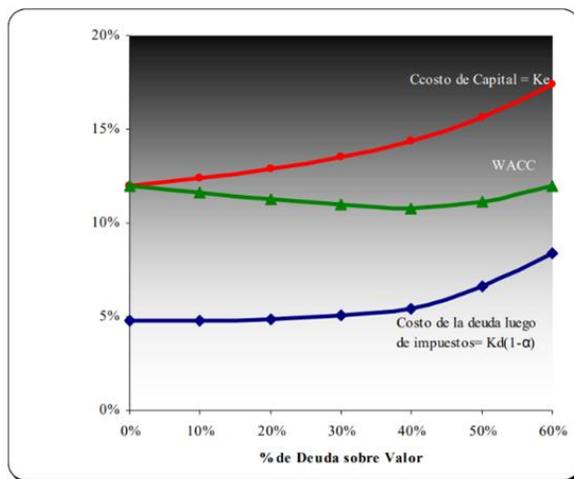
En este caso la respuesta a dicha pregunta es el Costo Medio Ponderado del Capital (WACC), el cual depende de la estructura de capital de la empresa asumiendo una mezcla de capital o patrimonio neto y de deuda para financiar tal proyecto. La Dra Reed (2018) en su publicación expresa que determinar este costo de capital representa un gran desafío, principalmente el costo del capital propio donde no existe un valor de mercado consensuado. Este modelo se originó en Estados Unidos, es decir en un mercado desarrollado, eficiente y cuyas variables macroeconómicas fueron calculadas desde hace mucho tiempo.

Por el contrario, el mercado argentino presenta alta volatilidad en su comportamiento, lo que se traduce en que sus variables económicas y financieras cambian constantemente, y no cuentan con bases de datos tan antiguas como en los mercados desarrollados. Todo esto genera que la fijación del costo del capital, para poder valorar proyectos de inversión en la Argentina, sea una tarea extremadamente compleja, debido a la gran subjetividad e incertidumbre que rodea a cada uno de los parámetros de valuación sugeridos por los modelos teóricos.

Para comprender como funciona el modelo de Costo Medio Ponderado de Capital (WACC) dependiendo de la estructura de capital que la compañía posea, se cita a Herc (2008) quien lo explica de manera concreta y gráfica:

Cuando se financia todo con patrimonio de la empresa (o accionistas) la WACC es igual al costo de oportunidad del capital. Pero a medida que la proporción de deuda se va incrementando el costo del capital va aumentando también. Esto se debe a que hay mayor riesgo financiero. Sin embargo, la WACC disminuye. Este efecto no es causado porque se contraiga deuda a menor costo en reemplazo de patrimonio más caro, sino por el escudo financiero sobre el interés de la deuda. Si no hubiese impuesto a las ganancias, la WACC sería constante. (p.10)

Gráfico 3



Fuente: Herc (2008). Pág.10

El gráfico 3 muestra como varía la WACC, el costo de la deuda luego de los impuestos y el costo del capital según varíe la estrategia de financiamiento de la empresa.

La fórmula del WACC es la siguiente:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Donde,

Re = Costo del Equity o Capital

Rd = Costo de la deuda

E = Valor de mercado del Equity de la firma

D = Valor de mercado de la Deuda de la firma

V = E + D

Tc = Escudo Fiscal

Para obtener la tasa WACC hay que estimar cada uno de los componentes que la conforman. Primero se va a determinar el costo del Equity o Capital (Re) a través del modelo CAPM cuya fórmula es la siguiente:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Donde Rf es la tasa libre de riesgo, β es el coeficiente beta y $(Rm - Rf)$ es la prima de riesgo de mercado de un portfolio de equities ya que Rm es el riesgo de mercado promedio.

La Dra. Reed (2018) define al modelo de CAPM como “un Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital que se utiliza para calcular la tasa de rendimiento requerida por el inversionista para llevar a cabo un proyecto de inversión”.

3.1.1.4.1. Proyección de las tasas de descuento

3.1.1.4.1.1. Estimación de la tasa libre de riesgo

Un activo libre de riesgo es aquel que otorga una rentabilidad cierta, con una probabilidad de incumplimiento sumamente baja y cuyo emisor es totalmente solvente. Reed (2018) explicita las características que debe reunir un activo para ser considerado libre de riesgo:

- 1-Debe ser la TIR (Tasa Interna de Retorno) de un bono soberano libre de riesgo de default.
- 2-Tener una duración similar al horizonte de evaluación del proyecto
- 3-Estar expresada en la misma moneda que los *Cash Flows*.
- 4-Estar expresada en los mismos términos, nominales (ajustada por inflación) o reales (sin ajuste por inflación), que los *Cash Flows* a descontar.

Basándose en lo expuesto con anterioridad, el activo libre de riesgo que se tomará para determinar la tasa son los bonos a largo plazo (10 años) emitidos por el Tesoro de Estados Unidos (*T-bonds*) ya que debe existir una coherencia en la moneda de los flujos proyectados y la tasa a utilizar. Frecuentemente se elige aquella tasa cuya *Duration* del bono coincida con los flujos de fondos a descontar. ¿Qué se entiende por *Duration* de un bono? Según Reed (2018) “La *Duration* representa en sí mismo el término de “vida promedio ponderada” de un bono, pero además puede ser utilizada para inferir la sensibilidad que el valor de un bono posee frente a la variación de la tasa de interés”.

En el caso bajo análisis se va a proyectar desde el año 2020 hasta el 2029. Por ende, se tomará un promedio del rendimiento del bono a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos en el año 2019. Vale aclarar que se optó por calcular el promedio de los rendimientos mensuales del bono en todo el año 2019 en vez de tomar solo el del día de la fecha de análisis, ya que lo considera más representativo y conservador. Dicho promedio del año 2019 extraído de la página www.finance.yahoo.com era de 2.04%.¹¹

3.1.1.4.1.2. Estimación del coeficiente beta

López Dumrauf (2005) define el coeficiente beta como:

La sensibilidad del rendimiento de la acción a los rendimientos del mercado: por ejemplo, el mercado sube un 10 % (diez por ciento) y la acción sube en un 20% (veinte por ciento), se dice que la acción tiene el doble de riesgo del mercado y beta es igual a dos. (p.4)

Determinar la beta de una empresa cuyas acciones cotizan en el mercado de capitales, es simple. Ahora bien, si no es una empresa pública, se debe recurrir a compañías comparables para utilizar la beta de dicho rubro o tamaño. El problema es que en mercados emergentes como el de Argentina, la cantidad de empresas que cotizan en la bolsa, y las industrias representadas en dicho mercado, son escasas como para encontrar una compañía comparable, y a su vez el mercado local es sumamente ilíquido. En esos casos, se puede optar por buscar el coeficiente beta en mercados desarrollados tratando de identificar la misma industria o rubro de la firma bajo análisis, similar EBITDA, cantidad de empleados, facturación u otro parámetro que permita determinar objetivamente que las compañías extranjeras elegidas sean factibles de comparar.

En el mercado argentino no hay empresas del mismo rubro del caso bajo análisis cuyas acciones coticen en la bolsa local. Por lo tanto, se optó por buscar una beta comparable de una empresa que coticen en un mercado desarrollado, por ejemplo, Estados Unidos, por la alta liquidez y capitalización bursátil del mismo.

Lo primero que se hizo fue utilizar una lista de coeficientes betas agrupados según el tipo de industria publicada por Damodaran quien la actualiza periódicamente en su página oficial¹². Se identificó el rubro que coincide con la empresa investigada en este trabajo: “*Food Processing*” cuya traducción es Procesamiento de alimentos. Dicho rubro está compuesto por 88 compañías de las cuales se hizo un análisis pormenorizado de las mismas verificando cuáles fabrican productos similares o igual objeto (lácteos) que la firma evaluada. Se seleccionaron, como posibles comparables, las siguientes:

¹¹ Fuente del rendimiento del bono: <https://finance.yahoo.com/quote/%5ETNX/history?p=%5ETNX>

¹² Tabla de coeficientes betas ordenadas en base a los tipos de industrias cuyo autor es Damodaran. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Tabla 10

Nombre Industria	Beta	País de cotización	Moneda	Productos
Dean Foods Co	0,07	EEUU	USD	Productos lácteos, helados, jugos, té, agua embotellada, entre otros.
General Mills Inc	0,6	EEUU	USD	Alimentos envasados: bocadillos, cereales, yogurt, mezcla para hornear, entre otros
The Kraft Heinz Co	1,13	EEUU	USD	Alimentos y bebidas. Compite con Pepsico y Nestlé.
Hormel Foods Corp	-0,06	EEUU	USD	Productos nutricionales y proteínas mayormente.
Danone S.A.	0,66	Francia	USD	Productos lácteos esenciales, nutrición especializada y agua embotellada.
Nestle S.A.	0,37	EEUU	USD	Alimentos infantiles, chocolates, cafés, bebidas a base de cereales, aguas, nutrición, ultracongelados, etc.

Fuente: elaboración propia con datos de www.morningstar.com y www.finance.yahoo.com

Si bien estas compañías se encuentran en el mismo grupo de industria, los coeficientes betas son muy dispares. Además, el tipo de producto que procesan varía ampliamente una de otra y no coinciden específicamente, en su mayoría, con los que fabrica la empresa bajo análisis. La única firma de la Tabla 10 que produce los mismos alimentos que la compañía analizada es Danone S.A. y además posee un gran porcentaje de las acciones de la firma sujeta a valuación en esta tesis.

Dicha compañía no está en el listado de las 88 empresas elaborado por Damodaran que cotizan en EEUU, pero sí figura en la lista del mismo autor que cotizan en Europa. Sin embargo, Danone S.A. cotiza por medio de su ADR¹³ en EEUU.

A su vez, los análisis contables y financieros disponibles en las páginas www.morningstar.com y www.finance.yahoo.com sobre Danone S.A. están expresados en dólares, lo cual permite utilizarlos en la valuación de esta tesis.

Por todo lo descripto y dada la estrecha semejanza de Danone S.A. con la firma bajo estudio, el autor de esta tesis considera más representativo y objetivo prevalecer la calidad por sobre la cantidad de las compañías que formen el set de comparables, por lo cual se seleccionó a Danone S.A. a los efectos de la comparación y utilización de su coeficiente beta.

Para identificar el coeficiente beta a aplicar en la valuación, es recomendable utilizar el procedimiento que aplica Damodaran quien procede a desapalancar el coeficiente beta de la empresa pública y luego, volverlo a apalancar con los datos de la empresa argentina. Es decir, se toma la beta de Danone S.A. y se aplica la siguiente fórmula para poder obtener una beta sin estar afectada por la deuda y la estructura de capital tomada por la empresa extranjera ni la tasa de impuestos que aplica dicho país:

$$B_u = \frac{B_L}{1 + (1 - t)\left(\frac{D}{E}\right)}$$

El coeficiente beta de la empresa comparable elegida es de 0,66¹⁴. Para desapalancarlo se obtuvieron los datos necesarios de la página www.morningstar.com, como ser: el ratio D/E

¹³ Definición de ADR: certificado negociable, nominado en dólares y emitido por un banco norteamericano, que representa las acciones de una compañía no norteamericana. Se trata de un documento de participación en el capital de una empresa no estadounidense que brinda a sus tenedores los derechos y obligaciones inherentes al título original (acción) que representa. Pickmann Dianderas (1995). (p. 124).

¹⁴ Fuente: morningstar.com

(Deuda Neta/Equity), el monto efectivamente pagado de impuestos, las ganancias antes de impuestos (EBIT por sus siglas en inglés) y las variación de la deuda impositiva de un año al otro. Vale destacar que para determinar la variable “t” (tasa de impuesto) de la fórmula precedente se decidió aplicar la tasa efectiva de impuestos que afecta a la compañía tal como lo describe Edisor Jair y Báez Roa (2012): “para medir la participación estatal en las utilidades de la empresa utilizaremos la tasa efectiva de tributación la cual puede variar periódicamente dependiendo de factores tales como: gastos no deducibles, uso de beneficios fiscales, uso de partidas compensatorias, etc.(p. 211)”. La fórmula para calcular la tasa efectiva de impuestos es la siguiente:

$$t_e = \frac{(\text{Impuestos Pagados} + \text{Cambio en los Impuestos por pagar (de signo positivo)})}{\text{Utilidad antes de impuestos}}$$

Con los datos de la empresa Danone S.A. se obtuvo una tasa efectiva de impuestos de 27,66%.

Aplicando la fórmula para desapalancar el beta con todos los datos ya descriptos de la firma Danone S.A., se obtuvo un beta desapalancado de 0,4279.

Ahora bien, para obtener la beta que refleje el riesgo inherente al negocio y afectarlo por la estructura de capital y la tasa impositiva de Argentina, se debe utilizar la beta desapalancada anterior y volverla a apalancar con los datos de la compañía argentina. En este caso, la empresa que se está valuando tiene un ratio de D/E de 0,75 y la tasa de impuestos es de 30% en Argentina. Por lo tanto, el resultado del coeficiente beta apalancado aplicable para la empresa bajo análisis es de 0,6862 habiendo utilizado la siguiente fórmula:

$$\beta_L = \beta_U * \left[1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right]$$

3.1.1.4.1.3. Estimación del indicador de riesgo país

El modelo CAPM está construido para países desarrollados y con mercados sólidos y sustentables como lo es el de Estados Unidos. El problema surge al momento de utilizar esta fórmula en países emergentes en donde hay, no solo riesgo de inflación alta, sino también riesgo crediticio, incertidumbre e inestabilidad macroeconómica, baja liquidez y alta asimetría de la información como lo es en Argentina. Por lo tanto, es necesario modificar el modelo tradicional y adaptarlo a países emergentes para poder obtener valuaciones que tengan en cuenta el riesgo de invertir bajo esas condiciones.

López Dumrauf (2005) define al riesgo país como:

Un indicador que infelizmente se ha vuelto popular en la República Argentina en los últimos años, es el denominado “riesgo país”. Este se define como la sobretasa que debe pagar un estado soberano por su deuda pública, cuando se la compara con la tasa de interés de un instrumento de deuda libre de riesgo. Siempre se ha asumido que la tasa de los bonos del tesoro norteamericano (*Treasury bonds*, familiarmente “T-bonds”) representan un rendimiento libre de riesgo, ya que su historia crediticia así lo ha demostrado. (p. 1)

López Dumrauf (2005) detalla también cuales son los factores intrínsecos que forman parte del riesgo país:

Gráfico 4

Premio	Factores intrínsecos
Riesgo país	<ul style="list-style-type: none">- Expropiaciones- Riesgo jurídico- Riesgo fiscal- Riesgo cambiario- Riesgos políticos- Disturbios- Transferencia- Guerra- Corrupción, fraude

Fuente: Elaboración propia con datos de López Dumrauf (2005)

Actualmente hay varias consultoras internacionales que se dedican a calcular estos índices. El índice es calculado por estas calificadoras de riesgo que utilizan distintos métodos propios en donde evalúan las condiciones políticas, económicas, sociales de un país. Las más renombradas son: J.P. Morgan, Moody's, Standard & Poor's. Para esta valuación se tomará el elaborado por J.P. Morgan que se denomina "EMBI plus"¹⁵ siendo específico para cada país.

Este índice se va a sumar como un término adicional en la fórmula de CAPM para reflejar este riesgo inherente de los países emergentes. El resultado se expresa de la siguiente manera:

Gráfico 5

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + EMBI_{ARG}$$

Fuente: elaboración propia

Siendo: R_e el Rendimiento esperado del activo, β el coeficiente beta, R_m el rendimiento del mercado, $(R_m - R_f)$ es conocida como Prima de Riesgo de Mercado, $EMBI$ es el indicador de la tasa de riesgo país.

Al momento de definir la métrica para determinar el valor del EMBI a tomar en esta valuación, en vez de elegir un promedio histórico, se va a optar por tomar 2.000 puntos básicos¹⁶, o 20%, ya que es el valor aproximado al que se encuentra a la fecha en que se posiciona esta valuación, y la difícil situación macroeconómica del país no refleja indicios de que vaya a disminuir tal marcación en el corto plazo. Por ende, ese va a ser el valor del índice que se va a incorporar a la fórmula del CAPM.

Para ampliar la justificación del EMBI de 2.000 puntos básicos, se analizó el comportamiento de otro instrumento financiero utilizado para medir la confianza del mercado denominado "Seguros

¹⁵ "EMBI" por sus siglas en inglés "*Emerging Markets Bond Index*" se traduce como índice de Bonos de mercados emergentes.

¹⁶ Los "puntos básicos" son medidas técnicas que representan los siguientes porcentajes: 1 punto básico son 0.01%; 100 puntos básicos representan 1%.

contra default” (CDS). Este activo es definido por el FMI (2007) traducida por la tesis doctoral de Navarrete Wic (2017) como “contratos financieros privados con arreglo a los cuales un participante compra o vende protección en un mercado OTC¹⁷ frente al riesgo de crédito asociado a una o a varias entidades de referencia especificadas”. (p. 19)

Una nota reciente del diario Cronista publicada por Yosovitch hace hincapié en el riesgo de Argentina de no pagar o recortar parte de la deuda a los acreedores. En esta publicación, redacta que “Los CDS de Argentina a 5 años operan en 4194 puntos básicos y son 14 veces más elevados que Turquía, valen 24 veces más que Sudáfrica y 45 veces más caros que los de Brasil, el cuarto país con mayor valor del CDS”. Continúa describiendo que los CDS a 5 años subieron 319% desde las PASO y la probabilidad implícita de default es del 94%. Mientras que los CDS a 1 año subieron 820% y los CDS a seis meses aumentaron un 2.100% desde las elecciones PASO. En su publicación expone un gráfico donde se ve la suba del 319% de los CDS en tan solo 7 meses desde las PASO:

Gráfico 6



Fuente: Bloomberg

Además, se considera importante ver gráficamente cuál es la situación de Argentina a nivel crediticio en base a una de las agencias más grandes del mundo. Estas consultoras califican a cada uno de los países según la probabilidad de pago, la naturaleza, disposiciones y condiciones de la obligación y protección en caso de quiebra, reorganización u otros casos que afecten los derechos de los acreedores que tienen las empresas o gobiernos para cumplir en tiempo y forma. Vale aclarar que estas instituciones miden este riesgo para todos los países del mundo, pero en este Gráfico 7 se han clasificado algunos de ellos:

¹⁷ Los mercados OTC son mercados extrabursátiles donde se negocian una amplia variedad de instrumentos financieros directamente entre las partes.

Gráfico 7

S&P: Lista de las Calificaciones de los Países				
País	Largo plazo		Corto plazo	
	Moneda extranjera	Moneda local	Moneda extranjera	Moneda local
España [+]	 A	 A	 A-1	 A-1
Alemania [+]	 AAA	 AAA	 A-1+	 A-1+
Uruguay [+]	 BBB	 BBB	 A-2	 A-2
Venezuela [+]	 B-	 B-	 B	 B
Albania [+]	 B+	 B+	 B	 B
Angola [+]	 B-	 B-	 B	 B
Argentina [+]	 CCC-	 SD	 C	 SD

Fuente: datosmacro.com. “<https://datosmacro.expansion.com/ratings/standardandpoors>”

La escala de S&P para el largo plazo va desde “AAA” siendo la más segura, a “D” la más insegura. “SD” significa “a falta de pocas perspectivas de recuperación”. Para el corto plazo, la escala va desde “A-1” siendo el grado alto a “C” como extremadamente especulativa. De esta clasificación de Argentina con, calificación de CCC- en bonos de moneda extranjera y “SD” en bonos de moneda local, se deduce que la situación es sumamente preocupante y refuerza aún más el valor de riesgo país tomado para proyectar.

Con toda la información reunida, el autor considera que Argentina está en una situación crítica, sin un rumbo definido con expectativas de mejorar el riesgo país, por lo tanto, se utilizará un 20% como termino adicional a la fórmula de CAPM.

3.1.1.4.1.4. Estimación de la prima de riesgo de mercado

En el trabajo de Fernández (2009) se describen cuatro tipos de conceptos diferentes que resulta interesante distinguir:

La Prima de Riesgo del Mercado (también denominada prima de riesgo, prima de riesgo del mercado bursátil) es uno de los parámetros financieros más investigados y controvertidos, y también uno de los que más confusión genera. Gran parte de la confusión se debe a que el término “Prima de Riesgo del Mercado” (PRM) designa cuatro conceptos y realidades muy diferentes entre sí:

1. PRM Histórica (PRMH): diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa (de un índice bursátil) y la de la renta fija.
2. PRM Esperada (PRME): valor esperado de la rentabilidad futura de la bolsa por encima de la de la renta fija.
3. PRM Exigida (PRMX): rentabilidad incremental que un inversor exige al mercado bursátil (a una cartera diversificada) por encima de la renta fija sin riesgo. Es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones.
4. PRM Implícita (PRMI): la prima de riesgo del mercado exigida que surge de suponer que los precios de mercado son correctos. (p. 1)

Fernández (2009) en su texto también define a la prima de riesgo con el siguiente interrogante:

¿Qué rentabilidad adicional exige a una inversión diversificada en acciones (un índice bursátil, por ejemplo) por encima de la que ofrece la renta fija? Es un parámetro crucial para toda empresa porque la respuesta a este interrogante es una referencia clave para determinar la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa (R_e) y la rentabilidad exigida a cualquier proyecto de inversión. A su vez, expone un cuadro donde resume el tipo de prima que utilizan y la recomendación de los porcentajes a asignarles a la misma de entre 100 libros diferentes (p. 1 y 2):

Gráfico 8

Hipótesis	Número de libros	Recomendación		
		Max	Min	Promedio
PRMX = PRME	88	10,0%	3,0%	6,7%
No dicen cómo calculan la PRMX	5	8,0%	5,0%	6,3%
PRMX = PRMI	2	5,1%	4,0%	4,5%
"Nadie sabe lo que es la PRMX"	2	6,0%	6,0%	6,0%
"Distintos inversores utilizan distintas PRMXs"	2	4,0%	4,0%	4,0%
Promedio PRMH y encuestas	1			4,2%
Total	100	10,0%	3,0%	6,6%

Fuente: Fernández (2009)

En este gráfico se aprecia el promedio de prima que usan y recomiendan la mayoría de "los 100 libros¹⁸" a los que hace referencia Fernández (2009), siendo de 6,6% (por ciento). Para este trabajo se va a utilizar ese valor ya que el autor de la presente tesis considera de suma importancia la opinión de los actores y analistas quienes se encuentran a diario realizando operaciones de valuación, compra y venta de acciones y empresas.

3.1.1.4.2. Resultados de la valuación por WACC

Habiéndose estimado los componentes básicos que forman parte de la tasa de Costo Medio Ponderado del Capital se van a completar las restantes variables de la fórmula de la WACC para poder llegar al valor final de la misma:

- El **costo de la Deuda**: en palabras de López Dumrauf (2005):

El costo de la deuda siempre debe calcularse con una base *after taxes*, es decir, después de impuestos. La razón para esto radica en que el interés que la deuda genera es un gasto deducible para el impuesto a las ganancias, produciendo una disminución en el pago de dicho impuesto. Esto ocasiona que el costo de la deuda después de impuestos sea menor al costo de la deuda antes de impuestos. (p. 3)

En el caso de la empresa bajo análisis, para poder determinar el costo de la deuda, lo que se hizo fue tomar la Obligación Negociable (ON) emitida en el año 2014 la cual representa la mayor parte del pasivo de la compañía. Anta (2004) expuso un concepto de ON:

Son valores mobiliarios emitidos en masa por una persona jurídica y representan un préstamo fraccionado de carácter negociable, generalmente a mediano y largo plazo. La circunstancia de que el crédito se encuentre fraccionado permite y facilita la dispersión entre una mayor cantidad de inversores, atraídos por ventajas económicas y la posibilidad de su negociación secundaria en el mercado de capitales. Pueden ser de distintas clases

¹⁸ Principales Autores de los "100 Libros": Brealey y Myers, Copeland, Damodaran, Merton, Ross, Bruner, Bodie, Penman, Arzac. El listado completo se encuentra en el Anexo 5

y colocarse mediante oferta privada o pública (en este último caso, se requiere la aprobación de la Comisión Nacional de Valores). (p. 4)

La ON bajo análisis es de oferta pública y cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) pero no es un instrumento líquido. Es por ello que, a la fecha de análisis de esta valuación (31/12/2019), la ON no había operado dada su baja liquidez. El autor de esta tesis optó por detectar la calificación crediticia de la ON y luego buscar Obligaciones Negociables con similares características y calificaciones de riesgo de otras compañías argentinas con oferta pública en el mercado de valores.

El procedimiento llevado a cabo, debido a que la ON bajo análisis no tiene calificación crediticia pero sí la empresa, fue el siguiente:

- 1^o Buscar la calificación crediticia de la empresa: la calificadora FIX SCR le otorga calificación CCC (dicha calificación significa, según FIX SCR, lo siguiente: “un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios”¹⁹).
- 2^o Luego se analizó detenidamente cada una de las Obligaciones Negociables (ONs) con cotización pública expuestas en la página “Puentenet.com” teniendo en cuenta, en primer lugar, que hayan operado en el mes de diciembre de 2019 para poder calcular la TIR a dicha fecha; en segundo lugar, que sean ONs cuya calificación crediticia²⁰ sea igual o similar a la del caso bajo análisis; en tercer lugar, que la fecha de vencimiento supere a la de la ON analizada.
- 3^o Calcular la TIR del bono²¹ utilizando la última cotización de cada ON en el mes de diciembre del 2019.
- 4^o Se tomó el promedio de las Tasas Internas de Retorno (TIR) de las ONs seleccionadas y ese valor es el que se usó como costo de la deuda de la empresa bajo análisis.

El costo de la deuda de la firma analizada es de 11,43% como se observa en la Tabla 11. Vale aclarar que la ON de la empresa Arcor S.A.I.D que aparece en la Tabla 11 se va a utilizar en el apartado **3.1.1.4.3. “Análisis de sensibilidad”** para tomar la TIR de dicha ON como tope mínimo de variación del costo de la deuda.

¹⁹ Fuente: <https://www.fixscr.com/site/definiciones>

²⁰ La calificación crediticia de cada ON se extrajo de la página del MAE, <https://www.servios.mae.com.ar>, y luego se corroboró en las páginas respectivas de las calificadoras: <https://www.fixscr.com/> y <https://www.moodys.com/>. Vale destacar que la ON de Celulosa Arg. S.A. actualmente es de calificación BB porque abonó la última cuota. En el 2019 tenía una calificación de C según FIX SCR.

²¹ La TIR del bono se calculó utilizando la “Calculadora de Bonos” de la página de <https://www.puentenet.com>

Tabla 11²²

Bonos Corporativos de Argentina con cotización pública											
Empresa	Nombre Bono	Moneda	Ticker	Modif. Duration	Fecha Alta	Fecha Vto.	Cupón	TIR al 31-12-19	Amort.	Calificación crediticia	Calificadora
ON de empresa bajo análisis	Nombre oculto	USD	-	-	-	03/07/2021	12,625%	Sin data	Al vto.	CCC	FIX SCR
Celulosa Arg. S.A.	Celulosa Argentina Clase 13 MEP	USD	CRCED	2,89	04/12/2019	04/06/2025	10%	10,88%	20 cuotas trim.	BB	FIX SCR
Pampa Energía S.A.	Petrobras Argentina USD	USD	PTSTD	2,93	21/07/2016	21/07/2023	7,375%	11,97%	Al vto.	Caa3	moody's
Promedio TIR:								11,43%			
Arcor S.A.I.C.	ARCOR 9 2023 D	USD	RCC9D	3,03	06/07/2023	06/06/2023	6%	7,09%	Al vto.	AAA	FIX SCR

Fuente: elaboración propia

Al costo de la deuda (Rd) de 11,43% definido para esta valuación se le debe deducir el impuesto a las ganancias el cual actúa como un escudo fiscal.

- Ratio “**Patrimonio Neto / (Deuda + Patrimonio Neto)**” (E/V): la relación para la empresa bajo análisis al 31 de diciembre de 2019 es de 36,54%.

En efecto, con los datos descriptos anteriormente se puede resumir en la siguiente tabla el valor de los principales componentes de la fórmula de Costo Medio Ponderado del Capital:

Tabla 12

WACC			
Re	Tasa libre de riesgo	2,04%	26,5691%
	coeficiente beta	0,6862	
	prima de mercado	6,6%	
	riesgo país (EMBI)	20%	
E/V			36,54%
D/V			63,46%
Rd			11,43%
(1-t)			0,7
WACC			14,78%

Fuente: elaboración propia

Ahora bien, con la tasa de descuento ya determinada y los flujos de fondos hasta el año 2029 dolarizados, es posible determinar el valor presente neto de estos cupos fiscales en dólares de la empresa bajo análisis. El valor del mismo es el que *infra* detallaré:

²² La calificación “Caa3” de Moody’s para la ON de Pampa Energía S.A. significa lo siguiente: Las obligaciones con calificación Caa se consideran especulativas con mala reputación y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto. Moody’s agrega los modificadores numéricos 1, 2 o 3 a todas las calificaciones genéricas entre Aa y Caa. El modificador 1 indica que la obligación se ubica en el rango superior de su categoría de calificación genérica; el modificador 2 indica que se ubica en un rango medio; y el modificador 3 indica que se ubica en el rango inferior de esa categoría de calificación genérica.

Tabla 13

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	Presupuesto	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo de Fondos en USD	7.943.520,55	7.462.115,26	6.488.682,32	5.310.337,61	3.802.732,77	2.334.117,37	1.074.510,93	384.728,64	98.394,35	15.098,61
Tasa de descuento (WACC)	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%	14,78%
Valor presente de los flujos en USD	26.894.620,23									

Fuente: elaboración propia

Este resultado representa el valor actual de los futuros flujos de fondos en dólares descontados a la tasa del Costo Medio Ponderado del Capital. Con lo cual, si la empresa hoy quisiera vender su paquete accionario, podría asignarle este monto al momento de determinar cuál es el beneficio que tiene por gozar de este Régimen Promocional. Es válido aclarar que, en esta valuación, se han estimado las distintas variables y se han fijado hasta el año 2029 constantes. Por lo tanto, para no reflejar solo el valor estático a un momento determinado, en el siguiente apartado, se van a simular distintos escenarios en los cuales se podrá observar cómo varía el valor presente de estos flujos ante cambios en las variables proyectadas.

Es dable destacar que en la página 17 en el ítem 1.3.2. de esta investigación, se explica sucintamente la utilización de los beneficios promocionales y la caducidad de los mismos tal cual lo expresa la Ley 23.658 artículo 14 inciso g.

El presente trabajo se realiza bajo el supuesto de que las empresas usufructúan el 100% de los beneficios anualizados sin quedar saldo restante de cupo fiscal para el año subsiguiente.

3.1.1.4.3. Análisis de sensibilidad

El objetivo del análisis de sensibilidad es detectar cómo varía el valor presente de los flujos ante cambios en alguna de las variables que lo conforman, es decir, cuán sensible es el VAN a variaciones en sus componentes y poder obtener un rango de valores que pueda asumir el VAN frente a estos cambios.

En la valuación de los cupos fiscales bajo análisis, las proyecciones de los flujos pueden fluctuar por cambios en la tasa de inflación estimada a futuro, lo cual, va a hacer variar también el tipo de cambio nominal y lógicamente por la probabilidad de obtener fallo favorable ante la C.S.J.N. A su vez, respecto de la tasa de descuento WACC hay varios cambios que podrían afectarla, como ser:

- Variación en la tasa de riesgo país utilizada
- Variación en la tasa impositiva
- Variación en la prima de mercado
- Variación en el costo de la deuda

Según Dumrauf (2005) la idea básica es mantener constantes todas las variables excepto una, para observar cuán sensible es el VAN del proyecto a los cambios de esa variable. Si el VAN se altera considerablemente para cambios relativamente pequeños de la misma, entonces el riesgo del proyecto que está relacionado con dicha variable es alto. Sigue explicando que la mejor manera de organizar toda la información es establecer límites superiores e inferiores para las categorías más importantes del proyecto. Por lo tanto, en base a las variables de la valuación, los límites estipulados son los siguientes:

Tabla 14

Variables	Pesimista	Caso base	Optimista
Riesgo país (EMBI +)	30%	20,00%	10%
Tasa impositiva	25%	30%	35%
Prima de mercado	10%	6,6%	3%
Costo de la deuda (Rd)	13,99%	11,425%	7,09%

WACC pesimista	WACC base	WACC optimista
18,44%	14,78%	11,13%
15,15%	14,78%	14,42%
15,64%	14,78%	13,88%
15,92%	14,78%	12,86%

Fuente: elaboración propia

- **El Riesgo País (EMBI +)** se tomó como optimista un 10% (diez por ciento) dado que el promedio de los últimos 10 años del mismo en Argentina fue de 7,56% (siete 56/100 por ciento). Si bien actualmente se encuentra en 20% (veinte por ciento) y no es posible afirmar que este va a bajar, se considera que un escenario positivo sería de al menos un 10% (por ciento) de riesgo país. Como escenario pesimista se eligió 30% (treinta por ciento) dado que en los últimos 10 años se registró un pico máximo de 30,64% (treinta 64/100 por ciento) en marzo del 2020.
- **La tasa impositiva** va desde el 25% (veinticinco por ciento) al 35% (treinta y cinco por ciento) porque según la Ley de Impuesto a las Ganancias que incluye las modificaciones de la Ley 27.541 de solidaridad social expresa en su artículo 73 inciso a) que las sociedades de capital, por sus ganancias imponibles, quedarán sujetas a la tasa del 25% (veinticinco por ciento). A su vez, especifica lo siguiente:

Las tasas previstas en los incisos a) y b) serán de aplicación para los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1/1/2021.

Para los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1/1/2018 y hasta el 31/12/2020, inclusive, cuando se hace referencia a la tasa del 25% se aplicará la tasa del 30%.

El 35% como escenario optimista se considera porque en los últimos 10 años fue la tasa vigente para dicho impuesto.

- **La prima de mercado** adoptada por la mayoría de los especialistas en la materia es del 6,6%. Pero siguiendo la Tabla 14, esta misma mayoría adopta como mínimo un 3% y como máximo un 10% por lo cual se van a utilizar los mismos topes.
- Por último, en el caso del **costo de la deuda (Kd)**, se tomó como tope mínimo la TIR (7,09%) de la ON Arcor S.A.I.D. descripta en la Tabla 11 en fecha del 31/12/19. La elección de esta ON de calificación crediticia muy superior (AAA) a la empresa bajo análisis se debe a que Arcor S.A.I.D. tiene actualmente parte de las acciones de la compañía sujeta a valuación y año tras año va incrementando su tenencia. Por lo tanto, el autor de este trabajo sugiere que es posible tomar la TIR de esa ON como tope mínimo en un escenario optimista en el cual, a futuro, la firma sujeta a valuación pueda llegar a tomar deuda en el mercado de capitales a tasas parecidas a la de su socia mayoritaria. Respecto al tope máximo, es decir, en un escenario pesimista, se decidió tomar la cotización más baja de las ON de las cuales se obtuvo el costo de la deuda para la empresa bajo análisis de la Tabla 11. La ON de la compañía Celulosa Arg. S.A. no operó a un precio más bajo al expuesto en dicha tabla ya que su fecha de alta es en el mes de

diciembre de 2019. En cambio, la ON de la firma Pampa Energía S.A. si lo tuvo en fecha 18/09/2019 tal cual se expone en la Tabla 15, siendo la TIR de 13,99%.

Tabla 15

Cotización más baja registrada de la ON Petrobras Argentina USD (PTSTD)			
Fecha:		18/09/2019	
Modif. Duration	Fecha Vto.	Cupón	TIR
3,1	21/07/2023	7,375%	13,99%

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, el rango optimista y pesimista del costo de la deuda de la empresa bajo estudio es de 7,09% y 13,99%, respectivamente.

Luego, con los topes de cada una de las variables analizadas, se calculó cuál es el VAN resultante bajo las distintas hipótesis, los cuáles se exponen en la siguiente tabla:

Tabla 16

Valores en USD			
Variables	VAN Pesimista	VAN Base	VAN Optimista
Riesgo país (EMBI +)	25.533.917,25	26.894.620,23	28.453.068,64
Tasa impositiva	26.751.406,36	26.894.620,23	27.039.773,00
Prima de mercado	26.560.790,69	26.894.620,23	27.259.790,26
Costo de la deuda (Rd)	26.450.850,26	26.894.620,23	27.688.772,90

Fuente: elaboración propia.

En base a los resultados obtenidos, se observa que la mayor variación se produjo en el VAN optimista del Riesgo país y luego le sigue la Prima de Mercado. Esto mismo se observa en el VAN pesimista con estas dos variables. El costo de la deuda tiene también gran incidencia.

López Dumrauf (2005) menciona que a pesar de que este análisis de sensibilidad por escenarios separados es ampliamente utilizado por los practicantes de las finanzas, tiene limitaciones que pueden llegar a ser muy importantes. En general, el riesgo individual de un proyecto no solamente queda supeditado a la sensibilidad del VAN a los valores extremos de una sola variable, sino que va a depender del rango probable que puede adoptar entre dichos topes y de la combinación de todas las variaciones de cada una de las incógnitas. Es por ello, que el autor de esta tesis va a utilizar el Método de Montecarlo para solucionar esta limitación. (Ítem 3.1.2.).

3.1.1.5. Valuación por APV

El método de DCF utilizando APV o Valor Presente Ajustado (VPA) es una variante de DCF cuyo resultado final no varía significativamente respecto del descuento con WACC. APV está compuesto por dos partes: en la primera se calcula el valor actual de los flujos de fondos asumiendo que la empresa no tiene deuda financiera y la segunda parte se suma el valor del escudo fiscal que genera dicha deuda.

Los pasos para valorar por APV son:

- Estimar y proyectar los flujos de fondos más su Valor Terminal como si la empresa no tuviera deuda: en el caso de los cupos fiscales de la empresa bajo análisis ya tenemos definido cuál es el flujo de los cupos fiscales para todos los años. Por lo tanto, no es necesario calcular ningún valor terminal.
- Estimar y proyectar el valor de la ingeniería financiera, o sea, el ahorro proveniente de escudo fiscal: la empresa bajo análisis tiene una deuda por Obligaciones Negociables emitida en el año 2014 hasta el año 2021. Se tomarán esos intereses hasta el final del horizonte de valuación sosteniendo que la firma hace 6 años que devenga tal monto de intereses y de no mejorar su calificación crediticia (CCC), según la calificadora FIX SCR, volverá a tomar deuda al mismo costo o similar.
- Descontar a valor presente dichos flujos utilizando Re (Rendimiento del *Equity*) desapalancado: en este caso, la fórmula es igual que la utilizada para calcular la tasa Costo Medio Ponderado del Capital (WACC) con la diferencia que en vez de usar el coeficiente beta reapalancado, se emplea el coeficiente beta desapalancado calculado anteriormente. El resultado del Re quedaría de la siguiente manera:

Tabla 17

Re desapalancado			
Re	Tasa libre de riesgo	2,04%	24,8639%
	Beta desapalancado	0,4279	
	prima de mercado	6,6%	
	riesgo país (EMBI)	20%	

Fuente: elaboración propia

- Descontar el valor presente del escudo fiscal utilizando Rd (Rendimiento de la deuda).

El resultado final de la valuación por APV resultó, como era de esperarse, similar a la realizada por DCF utilizando WACC. El resultado de la misma es el siguiente:

Tabla 18

DCF / APV	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Datos	Real	Presupuesto	Proyectado	Proyectado	Proyectado							
Flujo de fondos en Pesos	445.404.545,00	623.566.363,00	742.480.468,42	800.876.557,27	782.936.922,38	641.225.339,43	442.445.484,21	228.965.538,08	92.158.629,08	26.495.605,86	4.570.492,01	
Flujo de fondos en USD		7.943.520,55	7.462.115,26	6.488.682,32	5.310.337,61	3.802.732,77	2.334.117,37	1.074.510,93	384.728,64	98.394,35	15.098,61	
Escala de liberación impositiva Let 22.021 art 8		95%	90%	85%	80%	70%	60%	45%	35%	25%	15%	
Prob. de Sentencia favorable en C.S.J.N.: 100%	USD	7.943.520,55	7.943.520,55	7.462.115,26	6.488.682,32	5.310.337,61	3.802.732,77	2.334.117,37	1.074.510,93	384.728,64	98.394,35	15.098,61
VNA Ke	USD	23.524.612,68										
Interes deuda reexpresada en Pesos		1.286.862.770,00	1.127.496.321,00	1.081.476.063,00	1.041.421.394,00	997.105.590,00	980.061.050,00	980.061.050,00	980.061.050,00	980.061.050,00	980.061.050,00	
Interes deuda reexpresada en USD		16.393.156,31	11.331.621,32	8.762.092,67	7.063.530,97	5.913.250,56	5.170.303,70	4.599.322,33	4.091.397,17	3.639.564,61	3.237.630,09	
Intereses en USD 12,625%	USD	2.069.635,98	1.430.617,19	1.106.214,20	891.770,79	746.547,88	652.750,84	580.664,44	516.538,89	459.495,03	408.750,80	
Tasa Impositiva		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
Ahorro fiscal	USD	620.890,80	429.185,16	331.864,26	267.531,24	223.964,36	195.825,25	174.199,33	154.961,67	137.848,51	122.625,24	
VNA Kd	USD	1.993.896,96										
Variables												
Inflación FMI Argentina		54,40%	51,00%	32,30%	26,90%	22,20%	17,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Inflación EEUU FMI		1,80%	2,30%	2,40%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	
TCN Oficial		59,88	78,50	99,50	123,43	147,44	168,62	189,56	213,09	239,54	269,28	
Costo de la deuda (Kd)	11,425%											
Beta unlevered	0,4279											
Ratio D/E	0,86											
APV	USD	25.518.509,64										

Fuente: elaboración propia

3.1.2. Método Montecarlo

Su nombre se debe al Casino de Montecarlo por ser considerada la “capital del juego del azar” ya que la principal característica del método es la utilización de números aleatorios uniformemente distribuidos entre cero y uno.

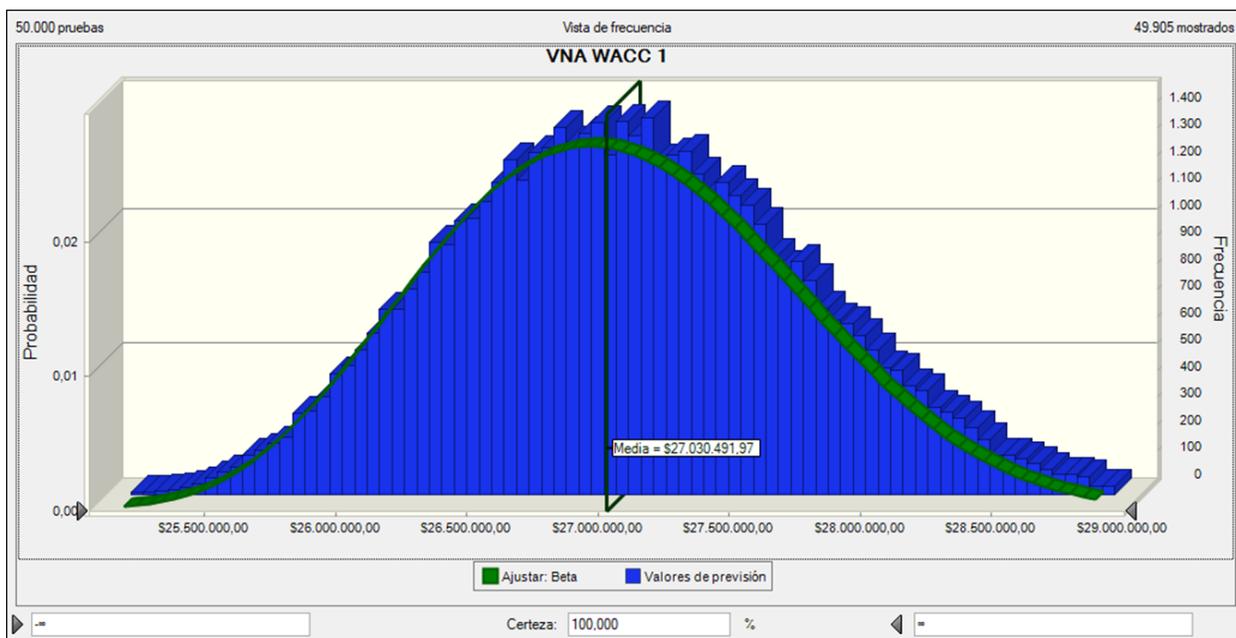
Este método es una herramienta de simulación que permite realizar todas las combinaciones de escenarios posibles. El armado de esta técnica es más complejo que la simulación de escenarios optimistas y pesimistas. En efecto, hay que asignar a cada una de las variables el tipo de distribución de probabilidad que le corresponda. Sin embargo, debido a que el análisis de escenarios realizado anteriormente solo contempla algunos valores que podrían asumir las variables, sin determinar la probabilidad de ocurrencia de cada una de ellas y sin poder relacionarlas entre sí, es que se va a utilizar este método para solucionar todos esos inconvenientes.

El proceso consiste en primer lugar, en asignar el tipo de distribución de probabilidad a cada variable. La misma puede adoptar diferentes distribuciones como ser: distribución normal y logarítmica normal (asignando media y desviación típica de la misma), distribución triangular que consiste en establecer un rango de datos (escenario pesimista, neutral y optimista), distribución uniforme, binomial, entre otras. En segundo lugar, se le asigna un número aleatorio a cada una de estas variables que van a simular diferentes escenarios. En tercer lugar, se determina cuál es resultado del modelo a estimar que se va a ver afectado por los cambios (en este caso el VAN) y por último, se comienza a registrar el monto de este mismo a medida que las variables van asumiendo distintos valores producto del número aleatorio que tienen asociado.

Para facilitar la operatoria y poder simular más de 50.000 opciones distintas de combinación de variables se pueden utilizar programas que lo hacen automáticamente, como ser, el “*Crystal Ball*” que es una herramienta de Excel o bien programar manualmente las “macros” en Excel que llevan adelante la operación. En esta valuación se utilizaron las dos herramientas y se obtuvieron los mismos resultados.

Para la empresa en estudio, se utilizó la distribución triangular para cada una de las variables, tomando como extremos los escenarios optimistas y pesimistas determinados anteriormente. El resultado de la combinación de 50.000 cambios en las variables que conforman la tasa de descuento WACC dan como resultado un rango de valores que puede asumir el VAN reflejadas en el siguiente gráfico:

Gráfico 9

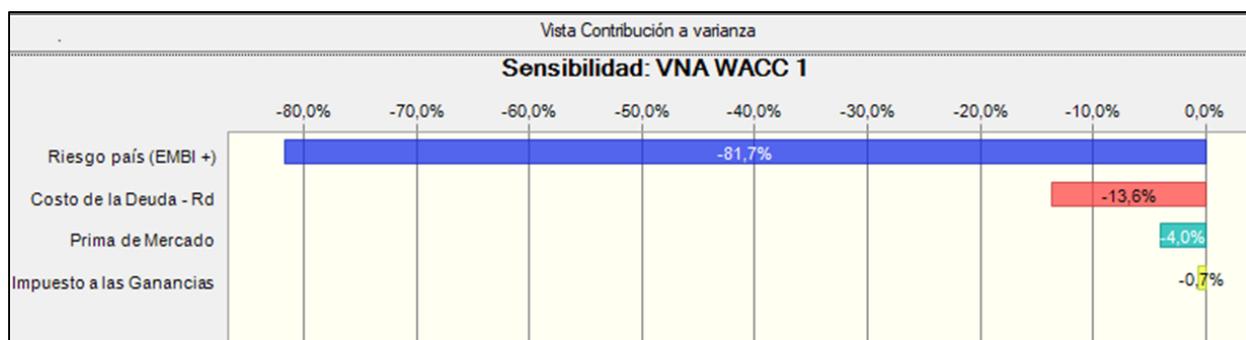


Fuente: elaboración propia por medio del programa "Crystal Ball"

En base a la información resultante del Gráfico 9 se deduce que combinando los distintos valores que pueden adoptar las variables definidas anteriormente, el rango que puede asumir el **VAN** de los cupos fiscales futuros sigue una **distribución normal** cuyos extremos van desde USD 24.882.248,65 hasta USD 29.976.651,78 siendo la media o el valor más probable de USD 27.030.491,97.

A su vez, a través de este programa de Excel, también podemos determinar con precisión cuál es la variable más sensible, es decir, la que produce el mayor cambio en el VAN ante una pequeña alteración en la misma. El resultado de esto se observa en el Gráfico 10 siendo el Riesgo País el que contribuye a la variación de la Varianza en un 82%. Seguido a ésta, la Prima de mercado contribuye a la dispersión en un 14%.

Gráfico 10



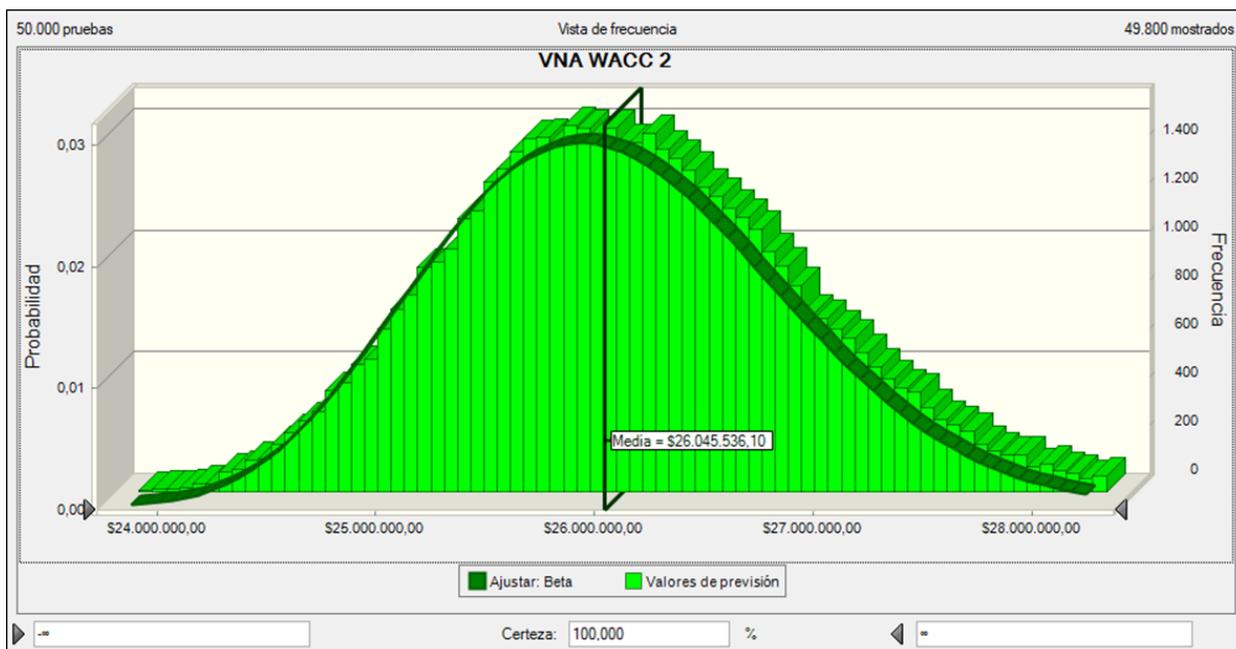
Fuente: elaboración propia por medio del programa "Crystal Ball"

Habiendo realizado este análisis con las variables descriptas, es necesario analizar también como variarían los flujos de efectivo ante cambios en la tasa de inflación local ya que esto afectaría el tipo de cambio nominal. Para ello, siendo la estimación de esta variable una de las

más difíciles y más aún a 10 años en adelante, surge el siguiente interrogante: ¿Qué pasaría si la proyección de la tasa de inflación desde el año 2020 al 2029 variara hasta un 30% (treinta por ciento) más o hasta un 30% (treinta por ciento) menos de la que proyectó el FMI y el autor hasta el final del período? Por ejemplo, si la inflación estimada para el año 2020 es 51% (cincuenta y uno por ciento), con este 30% (treinta por ciento) de variación se le da un rango en el cual la misma podría ir desde 35,7% (treinta y cinco 70/100 por ciento) a 66,3% (sesenta y seis 30/100 por ciento). El objetivo de esto, es reducir la probabilidad de error de dicha variable a estimar.

Se decidió incorporar esta variable a las demás ya determinadas y combinar todas juntas en el programa de Excel para evaluar cuál es el efecto en el valor que puede asumir el VAN. El resultado de esto se observa en el gráfico siguiente:

Gráfico 11

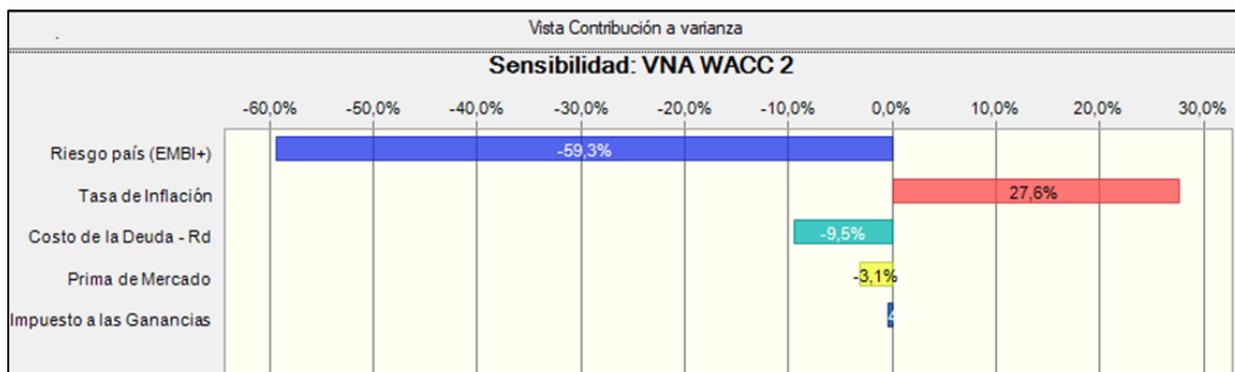


Fuente: elaboración propia por medio del programa "Crystal Ball"

En efecto, al agregar como variable la tasa de inflación, se aumentó el rango de valores que puede asumir el VAN. El resultado de la misma arroja extremos que van desde USD 23.311.789,00 a USD 31.356.414,42 siendo la media de USD 26.045.536,10. En porcentajes, el rango se amplió un 57.91% con esta nueva incorporación.

Ahora bien, la sensibilidad de las variables lógicamente varió resultando de la siguiente manera:

Gráfico 12

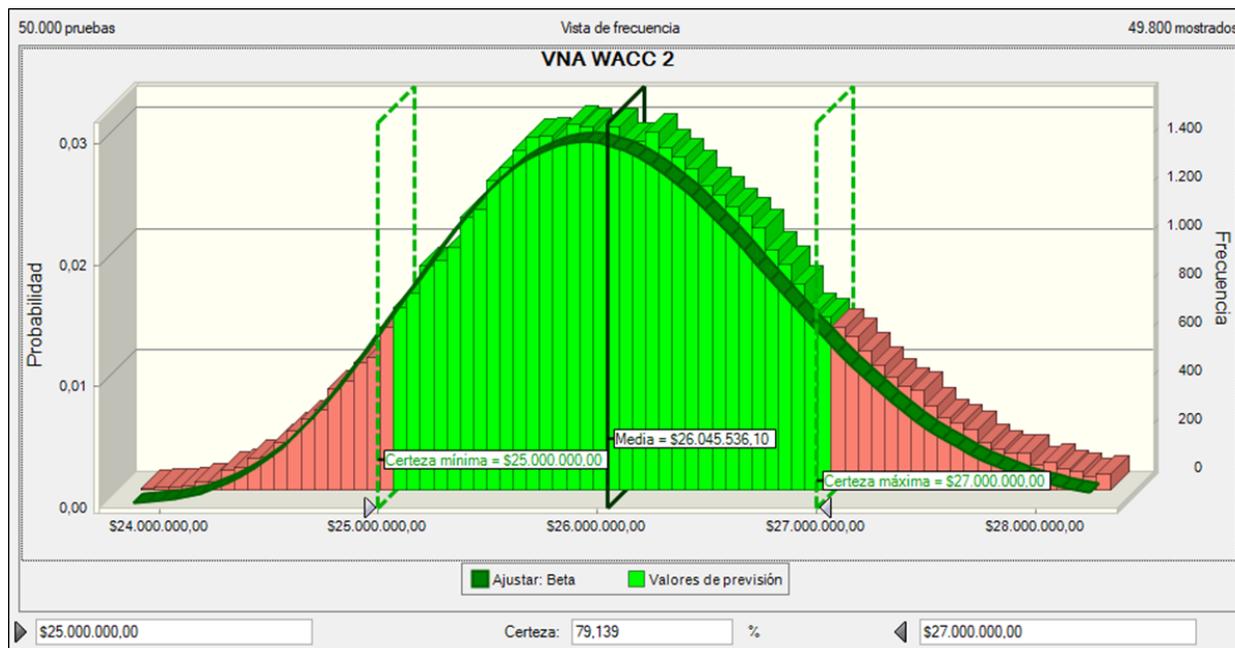


Fuente: elaboración propia por medio del programa "Crystal Ball"

Como se aprecia en este gráfico, la variación en la tasa de inflación genera una contribución a la varianza (riesgo) del 27,6% en el rango de valores del VAN habiendo disminuido el efecto que provocaba el Riesgo país y la Prima de mercado.

La conclusión a la que se arriba del uso del método de Montecarlo es que permitió obtener un rango de valores que puede asumir el VAN obteniendo una distribución Normal del mismo en una simulación de 50.000 escenarios con combinaciones distintas de las variables bajo análisis. Es sabido que, es imposible pronosticar a 10 años y acertar a todas las proyecciones de cada una de las variables, por lo tanto, con este método se ha podido transformar una medición estática en una dinámica permitiendo tener en cuenta una cantidad razonable de posibilidades de variación en el futuro. Para ello, se presenta el gráfico siguiente el cual refleja con una probabilidad del 80% que el rango de valores va a estar entre USD 25.000.000 y USD 27.000.000:

Gráfico 13



Fuente: elaboración propia con medio del programa "Crystal Ball"

Con estos resultados, se considera más acertado poder negociar el valor de estos cupos fiscales de la compañía bajo análisis, teniendo un rango de valores. En base a ello, es más sencillo llegar a determinar un precio sobre una base de valuaciones objetivas al momento de cerrar la negociación, en casos de compraventa de empresas.

3.1.3. Incorporación de *EARN-OUTS*

¿Qué es un “*EARN-OUTS*”? Son mecanismos que se utilizan para determinar un precio en las transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas. De Centra y Balaña (2015) redactan el concepto que responde a esta pregunta de la siguiente manera:

Cuando el vendedor permanece en la gestión de la sociedad adquirida (y en otros casos) puede sujetarse una parte del precio a la evolución futura del negocio (*Earn-out*). De esta forma, comprador y vendedor compartirán los beneficios y riesgos de la *target*²³ tras la compra. Para el vendedor, el *Earn-out* puede conllevar un aumento del precio que premie su exitosa gestión. Por su parte, el comprador también se beneficia del buen hacer del vendedor-gestor vía incremento del valor de la sociedad adquirida. El uso del *Earn-out* en España está muy extendido (60% de las operaciones), siendo lo más habitual que su plazo de cálculo se fije entre dos y tres años. (p. 13)

La incorporación de este tipo de acuerdo entre vendedor y comprador se realiza por medio del contrato de compraventa. En el mismo, se fija el plazo en el cual se va a determinar si la empresa se ha desempeñado de acuerdo a lo pactado en la negociación y, de ser así, se procederá a cumplir con lo acordado al final de tal período. Las causas por las cuales se utiliza son variadas como ser, comprador y vendedor no logran ponerse de acuerdo en el precio de la operación, el vendedor continúa formando parte de la empresa vendida por un plazo determinado, la compañía objeto de la transacción posee riesgos altos a corto o mediano plazo, etc. El fin último de esta herramienta es destrabar controversias entre comprador y vendedor para llevar adelante el negocio.

Los términos para estructurar un *Earn-outs* son variados, pero los especialistas en la materia sostienen ciertos puntos a tener en cuenta:

- Indicadores financieros o no financieros: al momento de definir los pagos anticipados o futuros pueden basarse en criterios medibles como EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos), ingreso neto antes de impuestos, utilidad bruta o ventas.
- Contabilidad diferenciada: las partes (comprador y vendedor) deben estipular principios contables precisos que se utilizarán para calcular si los umbrales se han cumplido o no. Para ello el vendedor debe insistir en que el comprador mantenga libros y registros separados para el objetivo, la división o el proyecto separado.
- Forma de pago: se debe explicitar la manera en que se completará el precio total pactado ya sea a través de acciones o bien, en efectivo.
- Posibilidad de recompra por parte del comprador: opción que debe ser explicitada en el contrato que determine en qué circunstancias o bajo qué posibilidades el vendedor tenga la facultad de volver a comprar la empresa.
- Resolución de controversias: determinar métodos para resolver posibles disputas para el cálculo del monto del *Earn-out*. Utilizar ejemplos ilustrativos del mismo describiendo la

²³ *Target* hace referencia a la empresa objeto de valuación o negociación.

manera en que se lo va a computar al momento en que se hayan cumplido con los requisitos pre establecidos.

Kohers y Ang (2000) sostienen que los *Earn-outs* como método de pago parecerían cumplir dos funciones: 1) ser un mecanismo para cubrir el riesgo para los compradores en fusiones con altos niveles de asimetría de la información y 2) como un mecanismo para retener el capital humano valioso de la empresa objetivo.

Kohers y Ang (2000) llevaron adelante una investigación en la cual han evaluado gran cantidad de transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas. A través de la utilización de distintos tipos de regresiones estadísticas, examinaron qué porción representa el tamaño del *Earn-outs* en el valor total de la operación. La conclusión a la que arribaron es que refleja aproximadamente un 20% (por ciento) en adquisiciones de empresas privadas y que este porcentaje se acrecienta aún más si la empresa interviniente es una industria de alta tecnología. Asimismo, dedujeron que a medida que disminuye el tamaño de la compañía adquirente, el valor del *Earn-out* tiende a aumentar. La compañía bajo análisis de este trabajo ha pasado por procesos de adquisición de empresas con Promoción Industrial hace ya varios años. Luego de muchos meses de *Due-diligence* se llegó a determinar la existencia de posibles contingencias futuras de gran cuantía económica. Para ello, se utilizó otra herramienta conocida como "Cuenta *Escrow*" que funciona como una garantía en la cual la empresa adquirente acuerda con el vendedor que deposite cierto monto de dinero previamente pactado del cual debitarán las contingencias a medida que se efectivicen, y por el tiempo de prescripción establecido. Se destaca esta situación ya que la compañía también estuvo en tratativas de incorporar *Earn-outs* en su proceso de adquisición, pero se pudo resolver sin necesidad de utilizarla.

Para los procesos de fusión y adquisición de empresas con Promoción Industrial es dable destacar que, debido al Régimen Especial con el que se trata, la incorporación de *Earn-outs* sería muy importante al momento de poder concretar una operación en los siguientes casos:

- Adquisición o venta de una empresa con Promoción Industrial que se encuentra en sede administrativa o iniciando la impugnación judicial y el adquirente considera que hay un alto riesgo que la firma no logre fallos favorables para la acreditación de los beneficios fiscales. En estos casos, el autor de este trabajo recomienda utilizar la herramienta de *Earn-outs* para establecer un porcentaje del precio total de la transferencia del paquete accionario a monetizarse a partir de la sentencia definitiva favorable en primera y/o Segunda Instancia del proceso judicial.
- Adquisición o venta de una empresa cuyo proyecto de Promoción Industrial sea pasible y reúna todos los requisitos y cualidades para ser reformulado. Como se describió en el Capítulo 2 ítem 2.2., la reformulación de un proyecto permite aumentar considerablemente los beneficios fiscales acreditados para mantener la ecuación económica financiera del proyecto. En estos casos, si el vendedor de la empresa quisiera participar de tales beneficios futuros y el comprador no está dispuesto a pagarlo, la solución a este inconveniente sería incorporar un *Earn-out* en el cual se establezca que, si la compañía promocionada (comprador) llegara a reformular su proyecto favorablemente en un plazo previamente pactado, el vendedor pueda participar de tales beneficios cobrando un porcentaje sobre el monto total acreditado y/o usufructuado.

De Centra y Balaña (2015) sostienen que más del 50% (por ciento) de las operaciones en España prevén algún mecanismo de ajuste de precio siendo aún mayor, del 85% (por ciento), en el mercado americano. En los supuestos donde se establece un aplazamiento de pago, es muy común que se otorguen garantías por parte del comprador. Las más utilizadas son el depósito en garantía (cuenta *Escrow*) y la garantía de la sociedad matriz, seguidos por el aval bancario a

primera demanda. También para poder llegar a un acuerdo, es necesario diferir el pago afectándolo a rendimientos futuros de la sociedad los cuales quedarán determinados a través de la incorporación de los *Earn-outs*.

3.1.4. Método de Múltiplos

Badenes y Santos (1999) en una nota técnica de la División de Investigación del IESE, describen el concepto de Valuación por múltiplos en sus dos opciones: múltiplos de cotización o **comparables de mercado** y **transacciones precedentes**:

Métodos de valoración cada vez más empleados en la práctica: los múltiplos de cotización y de transacción. El primero se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de éste con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en la bolsa. Se trata de identificar varias compañías cotizadas comparables a las que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio o múltiplo es luego aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa.

El segundo método, los múltiplos por transacción (o transacciones precedentes), tiene unas características muy similares. Consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo, para obtener así una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella. (p. 2).

La valoración por múltiplos de cotización, según Ramírez, Porrúa y Garrido (2018), tiene que ver con aquellos métodos de estimación de precios potenciales de compraventa que utilizan ciertos profesionales para asignar un “valor de mercado” a la empresa, comparando la compañía objeto de valoración con otras empresas o, en su caso, con precios medios de transacción del mercado en que se desenvuelve la misma.

Si bien el método de valuación más utilizado por los especialistas en la materia es el Descuento de Flujos de Fondos (DCF), la presente herramienta es sumamente útil como complemento del primero o hasta como método alternativo. En la práctica, si bien se necesita conocer cuál es el **valor** de un activo o empresa, es tan o más importante detectar o arribar al **precio** que estará dispuesto a pagar el comprador en el mercado por la compañía sujeta a valuación. Es por ello que el método de Múltiplos de cotización tiene tanta relevancia por su aproximación al valor del mercado.

Adentrando en la forma de valuar por esta vía, Rojo Ramírez, Porrúa y Mariño-Garrido (2018) describen los cuatro factores que se pueden tomar como referencia en el mismo:

- Los beneficios empresariales, que dan lugar a múltiplos de beneficios
- Los activos de la empresa, que dan lugar a múltiplos de activos.
- Los flujos de efectivo, que dan lugar a múltiplos de efectivo o tesorería.
- Específicos de los sectores, que dan lugar a múltiplos sectoriales o específicos. (p. 15)

El más utilizado es el primero (los beneficios empresariales), siendo el orden de preferencia el múltiplo de EBITDA, el múltiplo PER y el múltiplo de ventas.

Tratando de aplicar todos estos conceptos descriptos sobre éste método a la valuación bajo análisis de esta tesis, se considera innecesario tratar de buscar empresas comparables para este caso. Se justifica esta afirmación detallando cuáles son los pasos para aplicar esta herramienta de valuación según describe Ramírez, Porrúa y Garrido (2018) y explicando en ellos la imposibilidad de hacerlo en la valuación de los beneficios promocionales de empresas bajo el Régimen Especial.

- i. “Identificar las características de la empresa en cuanto a volumen de activos, cifra de negocios, recursos propios, resultado económico financiero, nivel de riesgo, etc. (Análisis de la empresa)”: En esta tesis solo se están valuando los cupos fiscales acreditados.
- ii. “Búsqueda en el mercado de operaciones recientes con empresas características similares en el mismo sector y con similares productos o servicios”: Es posible detectar casos de transacciones similares, pero no de empresas con características parecidas dada la muestra escasa de transacciones de este tipo.
- iii. “Identificar y analizar las empresas que son comparables las cuales pueden ser aquellas que cotizan en el mercado de capitales o en el mercado privado. (Análisis de las empresas comparables)”: Son muy pocos los casos de empresas similares que gozan de este Régimen Especial.
- iv. “Obtener múltiplos de las empresas que serán objeto de comparación con la que es objeto de estimación de su precio potencial de compraventa. Estos múltiplos saben estar asociados a los datos contables incluidos en los estados contables”.
- v. “Normalización” del parámetro de la empresa a valorar, es decir, tomar en consideración los posibles impactos no recurrentes o no de mercado de dicho parámetro.
- vi. En ocasiones no es posible “normalizar” el parámetro porque no se tiene la información necesaria para hacerlo. Esta deficiencia se podría subsanar tomando un amplio conjunto de comparables.
- vii. Aplicación del múltiplo representativo al parámetro de la empresa tomando en consideración los factores de ponderación necesarios.
- viii. Análisis del valor por parte del experto y, en su caso, ajustar el mismo si así correspondiera.

Habiendo expuesto los pasos para alcanzar una valuación óptima por Múltiplos de cotización, resulta claramente ineficiente poder identificar una empresa comparable para este tipo de transacción por lo cual no se hará la valuación por múltiplos en esta tesis.

La única manera de poder utilizar algún tipo de múltiplo sería observar todos los casos de fusiones y adquisiciones de empresas con Promoción Industrial bajo la Ley 22.021 y sus modificatorias y cc. en los últimos 20 años y poder dilucidar cuál fue el porcentaje que se pagó sobre el precio al que se valuó este tipo de cupo fiscal. Es decir, aplicar el método de transacciones precedentes descripto *ut supra*.

Se pudo acceder a la información de la gran mayoría de los precios de los paquetes accionarios que se transfirieron en los últimos 20 años en la provincia de San Luis. Desagregando del monto total de la venta de cada caso, el valor determinado por rubros (Activos Corrientes, Activo No Corrientes, Pasivos, etc.), la valoración del ítem “Beneficios Fiscales acreditados en las Cuentas Corrientes Computarizadas” de las transacciones efectuadas fueron tan variados que fue imposible llegar a determinar un parámetro o un común denominador que explicase tal disparidad.

3.2. Estandarización del modelo de valuación aplicable a los cupos fiscales bajo el Régimen de Promoción Industrial.

Dado que este Régimen Especial de Promoción Industrial es altamente atractivo en un país con fuerte presión fiscal, pero con diversos riesgos, como ser los incumplimientos del Estado, los procesos judiciales, la sustentabilidad de las empresas en Argentina, y sumado a ello, el compromiso de cumplir con mínimos de inversión, producción y personal para sostener los Cupos Fiscales, se requiere arribar a una combinación de métodos de valuación.

Se considera que el método más apropiado para descontar flujos a utilizar en este tipo de valuaciones es el Descuento de Flujos de Fondos (DCF) utilizando la tasa que refleja el costo medio ponderado de capital (WACC) por ser el que permite considerar todos los riesgos inherentes al caso descriptos *ut supra*. A su vez, se le adicionará a los flujos de fondos el riesgo por tener que incurrir en un juicio contra la AFIP-DGI a través de la Esperanza matemática que tiene implícita la probabilidad de obtener un pronunciamiento favorable en la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

Tales flujos se van a calcular en base a la inflación estimada al momento de la valuación, se convertirán a dólares a un tipo de cambio proyectado a través del método de la paridad del poder adquisitivo (PPP), se multiplicarán por la probabilidad descripta y luego se descontarán a la tasa WACC. Dentro de dicha tasa, en particular la fórmula para el cálculo del costo del capital propio, se incluirá como un término aparte el riesgo país, utilizando el índice que publica el J.P. Morgan (EMBI +) tal cual refleja la siguiente fórmula:

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{EMBI}_{\text{ARG}}$$

Por lo tanto, las combinaciones de todas las variables descriptas se van a resumir en la siguiente fórmula:

Gráfico 14

$$\text{DCF} = \frac{\text{CF}_1 * P(x)}{(1 + \text{WACC})^1} + \frac{\text{CF}_2 * P(x)}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{CF}_n * P(x)}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Fuente: elaboración propia

Siendo **CF** los flujos de fondos que están dados por los Cupos Fiscales acreditados en la Cuenta Corriente Computarizada de cada compañía y **P(x)** la probabilidad de obtener sentencia favorable en la C.S.J.N. Tener en cuenta que el plazo u **horizonte de proyección (n)** va a estar determinado por los años restantes de uso de los cupos fiscales según establezca el proyecto vigente de Promoción Industrial acreditado a la compañía.

Se considera de suma importancia utilizar siempre los escenarios pesimistas y optimistas para cada una de las variables analizadas y luego aplicar la simulación de Montecarlo para obtener miles de casos aleatorios que permitan determinar una media y una desviación estándar si se obtuviera una distribución normal para arribar a un rango de valores más probables de ocurrir.

La valuación llevada a cabo a lo largo de todo este capítulo permitió observar la diferencia entre la valuación estática por haber fijado las variables a un determinado número y cómo luego de simular la misma valuación, pero iterando las variables en base a los escenarios positivos y negativos que se estima puedan alcanzar las mismas, se pudo obtener un rango de valuaciones que ayudan a dilucidar un rango de posibles valores que puede adoptar Valor Presente de los futuros flujos dentro de un determinado intervalo de confianza. En una economía tan volátil como lo es en Argentina, es prácticamente imposible proyectar a tantos años, por lo tanto, se cree que con la valuación obtenida es factible deducir que se ha logrado abarcar los posibles escenarios pesimistas a los que podría llegar a enfrentar nuestro país.

CONCLUSION

En un país con tantos cambios de rumbo político, económico, financiero y fiscal se hace muy difícil poder definir y proyectar las variables a utilizar al momento de valorar un activo o una compañía. Tal inseguridad genera desconfianza, y ésta profundiza la dificultad para acordar el precio de una transacción independientemente de su valor, lo cual obliga a los especialistas en la materia no solo a estimar variables sumamente complejas sino también a buscar todas las alternativas posibles para facilitar un acuerdo de negociación.

La presente tesis se ha efectuado basándose en el estudio de una empresa con Promoción Industrial en la provincia de San Luis, cuyo objetivo fue lograr valorar los Cupos Fiscales acreditados en la Cuenta Corriente Computarizada, el cual fue alcanzado. Para llegar a ello, en primer lugar, se reunió la información inherente a la Promoción Industrial, la jurisprudencia disponible y a posteriori, se contactó a más de 15 empresas a efectos de saber en qué situación se encontraban en la actualidad respecto del Régimen Promocional. Si estaban con su Cuenta Corriente Computarizada habilitada, hasta qué año gozaban del Régimen Promocional, si poseían litigios y en su caso, en qué Instancias se encontraban los mismos y si durante el proceso habían logrado algún pronunciamiento a favor.

Luego, se procedió a valorar los Cupos Fiscales, para lo cual se utilizó el Método de Descuento de los Flujos de Fondos Futuros tanto con la tasa de descuento del costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés), como también utilizando el valor presente ajustado (APV). Para proyectar los flujos, se decidió utilizar una Esperanza Matemática que refleje la probabilidad de obtener fallos favorables en la C.S.J.N. y que permita “castigar” el valor de tales cupos por el riesgo inherente de todo proceso judicial contra AFIP-DGI. Analizadas las variables que intervienen en la tasa de descuento, se obtuvo el Valor Actual de tales beneficios. Se simularon escenarios optimistas y pesimistas que podrían impactar en las variables que intervienen en esta medición y se observó en qué cuantía afectaron al Valor Presente de los flujos siendo, en estos casos, el riesgo país el que más sensibilidad presentó. Para profundizar aún más la volatilidad del valor actual frente a todas las variables, se utilizó el Método Montecarlo para simular 50.000 casos posibles que tengan en cuenta la variación que podrían sufrir las medidas que afectan a esta valuación. El resultado de esta metodología fue un rango amplio de posibles valores para los Cupos Fiscales a valor presente. Los mismos siguen una distribución normal lo cual permitió alcanzar un rango de valores con un intervalo de confianza superior al 80% (ochenta por ciento).

En base a los valores obtenidos se considera que la valuación arribó a un rango de valores de referencia que puede considerarse coherente para la toma de decisiones y consecuentemente, es posible utilizar el mismo procedimiento para valorar los cupos fiscales de otras compañías bajo el mismo Régimen. Es dable destacar que, antes de aplicar este procedimiento, es necesario hacer un análisis pormenorizado de posibles reclamos administrativos y/o judiciales en que se pueda encontrar la firma respecto a incumplimientos por parte del Organismo Fiscal, como así también, el grado de cumplimiento de las obligaciones mínimas de Inversión, Producción y Personal contratado por parte de la firma beneficiaria.

También se desarrolló la posibilidad de utilizar la herramienta de *Earn-outs* con el fin de flexibilizar las negociaciones en las transferencias de los paquetes accionarios con Beneficios Promocionales, permitiendo así la cristalización de la operación.

Finalmente, después de los distintos análisis, investigaciones y pruebas desarrolladas, el presente trabajo pretende aportar diferentes herramientas que permitan facilitar la concreción de

transferencias de paquetes accionarios y/o acuerdos estratégicos en donde intervengan compañías beneficiarias del Régimen Especial de Promoción Industrial.

BIBLIOGRAFÍA

- Anta (2004). Obligaciones Negociables y Garantías Especiales
- Azicri y Olivieri (2006). Valuación de Empresas en Emerging Markets.
- Badenes y Santos (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables.
- Cantillo Vélez (2015). ¿Cómo calcular el riesgo país en mercados emergentes?
- Cerioni, L (2014). Tesis de Grado. Abogacía. Universidad Siglo 21. “La Autoridad de Aplicación en los Regímenes promocionales previstos por la Ley 22.021”
- Compendio de las XXX Jornadas Tributarias. Mar de Plata – Noviembre de 2000. Colegio de Graduados de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires. Comisión 2: “Impacto del Régimen de Promoción Industrial en la Provincia de San Luis”. (Cr. Gustavo Cerioni) “Autoridad de Aplicación en los Regímenes de Promoción”. (Dra. Agustina O’Donnell)
- Contreras García (2015). Evaluación de Conocimientos sobre Esperanza Matemática y juegos equitativos en alumnos de Bachillerato.
- Cruces, Buscaglia Alonso (2002). The Term Structure of Country Risk and Valuation in Emerging
- (Damodaran). Relative Valuation 1
- (Damodaran). Dark Side of Valuation - Difficult Companies
- (Damodaran). Relative Valuation 3
- De Centra y Balaña (2015). Los contratos de M&A en España.
- De Rosas (2015). La prima de riesgo país en Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- Fernández (2009) La prima de Riesgo del Mercado según 100 libros.
- Fernández (2004). Market Risk Premium: Required, Historical and expected.
- Gervasoni (2015). Valuación de Gervasoni Ingeniería SRL.
- Herc (2008). Dos Métodos de Valuación: WACC vs. APV.
- Karamanef, L. E. y A. Salvia (2019). ¿Se van o se quedan? El fin de la Promoción Industrial y sus efectos en los mercados de trabajo provinciales. Los casos de Catamarca, La Rioja, San Juan y San Luis (2005-2017). En Estado abierto. Revista sobre el Estado, a administración y las políticas públicas, 3, (3), pp. 71-93.
- Kohers and Ang (2000). Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay.
- Lamal (2008). Earnouts in Acquisition Pacts
- López Dumrauf (2005). El riesgo país en la Argentina.
- López Dumrauf (2005). Métodos de valuación de empresas por descuento de flujos: Integrando la información de los estados financieros con los mercados de capitales.
- Lorduy Herrera (2015). La paridad del poder adquisitivo: Nueva evidencia para Colombia y Latinoamérica.
- Luehrman (1997). Using APV - A Better Tool For Valuing Operations
- Mun (2006). Real Options and Monte Carlo Simulation versus Traditional DCF Valuation in Layman’s Terms.
- Navarrete Wic (2017) Riesgo de Crédito Y Credit Default Swaps (CDS)
- Pereiro y Galli. La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: una Guía Práctica
- Reed (2018). Aplicación del CAPM en la Argentina ¿Posibilidad o utopía?
- Reed, M (2018). Aplicación del CAPM en la Argentina ¿Posibilidad o utopía?
- Rojo Ramírez, Porrúa y Mariño-Garrido (2018). Valoración por Múltiplos.
- Sucasas (2004). Valuación de pequeñas y medianas empresas en un contexto de incertidumbre.

- Valsecchi (2013). Tesis de Especialidad en Tributación. Universidad Nacional de Río Cuarto. “Regímenes promocionales. Autoridad de Aplicación”
- Weinstein (2010). Using Earnouts to Create Solutions in Mergers & Acquisitions Transactions.
- Yosovitch (2020). La probabilidad implícita de default argentino en el mercado es del 94%. Diario cronista.
- Zudaire (2001). “Incentivos Tributarios y el costo fiscal de la Promoción Industrial”. Editorial LA LEY.

Normas, Actas, Decretos y páginas Web

- Acta de Reparación Histórica firmada en San Fernando del Valle de Catamarca el 25 de agosto de 1973
- INDEC. Cuadros estadísticos - SIPM (Sistema de índices de precios mayoristas). Disponible en: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-32>
- Ley Nacional N° 21.608, 1997
- Ley Nacional N° 22.021 sus modificatorias y complementarias, 1979.
- Ley Nacional N° 11.683. Procedimiento fiscal.
- Resolución S.E.D.I. 773/77

ANEXOS

Anexo 1: Formulario (F 516)

DGI DECRETO N° 2054/92 RESOLUCION M.E y O.S.P. N° 1280/92 Declaración Jurada en pesos con clvs.	Sello fechador de recepc.	F.516 SISTEMA NACIONAL DE PROMOCION INDUSTRIAL SOLICITUD DE COMPROBANTES / CERTIFICADOS DE CREDITO FISCAL - IVA COMPRAS - (Imputación)	CUIT. N° Razón Social o Apellido y Nombre: Domicilio:
MES: <input type="text"/>	AÑO: <input type="text"/>	IMPUESTO: <input type="text" value="0"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="0"/> IVA	DTO. N° 2054/92 - TITULO - I (1) - TITULO - III
		HOJA N° <input type="text"/> DE <input type="text"/>	

Clave Única de Identificación Tributaria	Razón Social o Apellido y Nombre del Proveedor	Importe IVA - Compras		
		Total	Liberado	
1		70	1 98	1
2		72	8 01	9
3		73	6 02	7
4		80	9 03	5
5		81	7 04	3
6		82	5 07	8
7		83	3 08	6
8		84	1 09	4
9		90	6 11	6
10		91	4 12	4
11		35	3 13	2
12		05	1 14	0
13		36	1 15	9
14		38	8 16	7
15		28	0 27	2
16		29	9 17	5

Clave Única de Identificación Tributaria	Razón Social o Apellido y Nombre del Proveedor	Importe IVA - Compras		
		Total	Liberado	
17		78	7 18	3
18		77	9 19	1
19		86	8 24	1
20		87	8 20	5
21		88	4 22	1
22		89	2 24	8
23		95	7 25	6
24		98	5 26	4
25		91	9 22	2
26		58	2 47	7
27		10	8 65	5
28		56	6 66	3
29		76	0 67	1
Número Último renglón Utilizado		Total		

Observaciones:

ESTE EJEMPLAR CON EL SELLO FECHADOR DE RECEPCION ESTAMPADO, SERVIRA COMO CONSTANCIA DE PRESENTACION DEL ORIGINAL RESPECTIVO, PERO NO SIGNIFICA QUE LA DIRECCION HAYA CONFORMADO LO QUE SE DECLARA.
ESTA DECLARACION SE TENDRA POR FIRME, SIN PERJUICIO DE LAS DISPOSICIONES LEGALES VIGENTES.

DIRECCION GENERAL IMPOSITIVA

Anexo 2: Formulario (F. 517/1)

AFIP F. 517/1	SISTEMA NACIONAL DE PROMOCION INDUSTRIAL COMPROBANTE REGIMEN ESPECIAL DE INGRESO IMPUESTO: 030 - IVA COMPRAS	N°	
APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL DE LA EMPRESA PROMOVIDA		CUIT	
DEPENDENCIA EMISORA		FECHA DE EMISION	
SON PESOS		\$	
CUIT PROVEEDOR:		APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL	
1	PARA LA EMPRESA PROMOVIDA	SELLO DEPENDENCIA EMISORA	

AFIP F. 517/1	SISTEMA NACIONAL DE PROMOCION INDUSTRIAL COMPROBANTE REGIMEN ESPECIAL DE INGRESO IMPUESTO: 030 - IVA COMPRAS	N°	
APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL DE LA EMPRESA PROMOVIDA		CUIT	
DEPENDENCIA EMISORA		FECHA DE EMISION	
SON PESOS		\$	
CUIT PROVEEDOR:		APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL	
2	PARA EL PROVEEDOR	SELLO DEPENDENCIA EMISORA	SELLO DEPENDENCIA RECEPTORA

AFIP F. 517/1	SISTEMA NACIONAL DE PROMOCION INDUSTRIAL COMPROBANTE REGIMEN ESPECIAL DE INGRESO IMPUESTO: 030 - IVA COMPRAS	N°	
APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL DE LA EMPRESA PROMOVIDA		CUIT	
DEPENDENCIA EMISORA		FECHA DE EMISION	
SON PESOS		\$	
CUIT PROVEEDOR:		APELLIDO Y NOMBRES O RAZON SOCIAL	
3	PARA LA AFIP	SELLO DEPENDENCIA EMISORA	SELLO DEPENDENCIA RECEPTORA

Anexo 3: Formularios (F/515)

USO DGI			
AFIP		F.515	SISTEMA NACIONAL DE PROMOCION INDUSTRIAL DECRETO N° 2054/92
CREDITOS NO BANCARIOS		I - BONO CREDITO FISCAL II - COMPROBANTE/CERTIFICADO CREDITO FISCAL - IVA COMPRAS III - LEY N° 23.697 - Art. 9 y 14 - Res.ME y DSP N° 1318/92	
Declaración Jurada en pesos con ctvs.	Sello fechor de recep.		

A- IDENTIFICACION DEL TITULAR — EMPRESA PROMOVIDA — PROVEEDOR (1)			
Clave Unica de Identificación Tributaria:			
Razón Social o Apellido y Nombre:			
Domicilio:			Cód. Postal.
Ubicación Planta Industrial:			
Cierre Ejercicio Comercial: D M D.R.R.P. N°			

B- IDENTIFICACION DEL PROYECTO			
Expediente N°		Autoridad que otorga los beneficios	
Norma General		Norma Especifica	
Norma Particular de Origen			
Ley N°	Código	Decreto N°	Tipo
Número	Fecha	Fecha Publicación	en Boletín Oficial
Día	Mes	Año	

I - BONO CREDITO FISCAL - DECRETO N° 2054/92 - TITULO I			
BONO N° : 98		1	
Impuesto :		USO	
Concepto :		DGI	
Periodo Fiscal: M A			
Fecha Vencimiento Obligación Fiscal:		Importe \$ 04	

II - COMPROBANTE/CERTIFICADO CREDITO FISCAL			
1 - Decreto N° 2054/92 - Título I F.N° 517		2 - Decreto N° 2054/92 - Título III (2)	
Impuesto: IVA		USO	
Concepto: Declaración Jurada		DGI	
Periodo Fiscal: M A			
Según detalle:		Importe \$ 12	

Comprobante/Certificado N°	Importe	Comprobante/Certificado N°	Importe		
20		5	58		2
22		1	78		7
24		8	86		8
25		6	87		6
26		4	88		4
47		7	89		2
65		5	92		2
66		3	95		7
67		1	96		5
68		6	94		9
IMPORTE TOTAL					

III - LEY 23.697 - Art. 9 y 14 - RESOLUCION ME Y DSP N° 1318/92			
Certificado N° : 13		2	
Impuesto :		USO	
Concepto :		DGI	
Periodo Fiscal: M A			
Fecha Vencimiento Obligación Fiscal:		Importe \$ 27	

DUPLICADO PARA EL CONTRIBUYENTE

(1) Tachar lo que no corresponda (2) Marcar lo que corresponda

Observaciones:

ESTE EJEMPLAR CON EL SELLO FECHADOR DE RECEPCION ESTAMPADO, SERVIRA COMO CONSTANCIA DE PRESENTACION DEL ORIGINAL RESPECTIVO, PERO NO SIGNIFICA QUE LA ADMINISTRACION FEDERAL HAYA CONFORMADO LO QUE SE DECLARA. ESTA DECLARACION SE TENDRA POR FIRME, SIN PERJUICIO DE LAS DISPOSICIONES LEGALES VIGENTES.

A.F.I.P. / DIRECCION GENERAL IMPOSITIVA

I M P O R T A N T E -RESOLUCION GENERAL N° 3681-

ITEM II - COMPROBANTE/CERTIFICADO CREDITO FISCAL - IVA COMPRAS -

A los efectos de la imputación de los COMPROBANTES DE CREDITO FISCAL - IVA COMPRAS - F. 517, el importe total deberá ser incluido, según corresponda en:

Formulario F. 468/B (Frente) Rubro 3 - Determinación del Impuesto del período - Operaciones con tratamiento preferencial excepto Diferimientos (Código 61).

Formulario F. 10 (Dorso) - Determinación del Saldo de Impuesto, punto 4) - Operaciones con tratamiento preferencial excepto diferimiento (Código 612).

Anexo 4: Notificación Decreto NRO 230/04



**NOTIFICACION DECRETO NRO 230/04
Y/O ADELANTO PROVISORIO
(ANULA Y REEMPLAZA A LAS ANTERIORES)**

CUIT: 30 [REDACTED] Buenos Aires

Razon Social: [REDACTED] SA

Region: DIR. REG. MENDOZA Dependencia: 802

Claves de Proyectos *

N.Nro. N.Tipo N.Fecha N.Anexo Asignac. DeLoOrden | N.Nro. N.Tipo N.Fecha N.Anexo Asignac. DeLoOrden

[REDACTED]

POR LA PRESENTE SE LE NOTIFICA QUE SE LE HA(N) ACREDITADO EN SU CUENTA CORRIENTE COMPUTARIZADA, EL (LOS) SIGUIENTE(S) IMPORTE(S), EN CARÁCTER DE ADELANTO PROVISORIO SEGÚN LO DISPUESTO POR LA RESOLUCIÓN JUDICIAL EMANADA POR EL JUZGADO FEDERAL INTERVINIENTE.

Año Costo Fiscal	Ganancias	Iva Compfas	Iva Ventas	Capitales (*)
2015	0	101,890,186	44,478,908	-
2016	244,641	101,890,186	44,478,908	-
2017	318,950	101,890,186	44,478,908	-
2018	478,116	101,890,186	44,478,908	-
2019	478,116	101,890,186	44,478,908	-
2020	454,549	96,229,631	42,007,862	-
2021	430,366	91,164,912	39,796,922	-
2022	406,491	86,100,194	37,585,981	-
2023	382,616	81,035,482	35,375,043	-
2024	334,866	70,906,045	30,953,162	-
2025	287,117	60,776,608	26,531,281	-
2026	215,183	45,582,459	19,898,462	-
2027	167,433	35,453,022	15,476,581	-
2028	119,683	25,323,585	11,054,700	-
2029	71,625	15,194,155	6,632,821	-

Cont. Dir. Silvia BENEVICAS
Jefe (Int.) Sección Regímenes Promocional
Dirección de Análisis de Fisc. Especializado

(*): (Para Coop. Leer: **FONDO DE EDUCACIÓN Y PROMOCIÓN COOPERATIVA**)
El que suscribe _____
en su carácter de AUTODEFINIDA
se ha notificado en este acto del contenido de la presente.

VMERCEDES (86)
Lugar y Fecha

Reservado p/ Certif. de
firma y carácter invocado

Anexo 5: La prima de riesgo del mercado según "100 libros". Detalle de los 100 autores. Fernández (2009)

Prima de riesgo del mercado recomendada y utilizada en 100 libros

Autor(es) del libro		Hipótesis	Periodo para PRMH	PRMX recomendada	PRMX utilizada	Páginas del libro
Brealey y Myers	2ª edición 1984	PRMX=PRME=PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1981	8,3%	8,3%	119, 132.
	3ª edición 1988	PRMX=PRME=PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1985	8,4%	8,4%	126, 139, 140, 185
	4ª edición 1991	PRMX=PRME=PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1988	8,4%	8,4%	131, 194, 196
	5ª edición 1996	PRMX=PRME=PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1995	8,4%	8,4%	180, 181, 218,
	6ª edición 2000	No tenemos una posición oficial		6.0 - 8.5%	8.0%	160, 195
	7ª edición 2003	No tenemos una posición oficial		6.0 - 8.5%	8.0%	160, 195
	8ª edición 2005 (con Allen)	No tenemos una posición oficial		5.0 - 8%	6-8.5%	75, 154, 178(8,5%); 222 (8%); 229 (6%)
	Copeland, Koller y Murrin (McKinsey)	1ª edición 1990	PRMX=PRME=PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1926-1988	5 - 6%	6%
2ª edición 1995		PRMX=PRME=PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1926-1992	5 - 6%	5,5%	268
3ª edición 2000		PRMX=PRME=PRMH arit. - 1,5-2%	1926-1998	4,5 - 5%	5%	221 (4,5-5%); 231 (5%)
4ª edición 2005 Goedhart, Koller y Wessels		PRMX=PRME=PRMH arit. - 1-2%	1903-2002	3,5 - 4,5%	4,8%	297 (PRMX=PRME); 298; 539 (4,8%); 303
Damodaran	Damodaran on Valuation (1994) 1ª ed.	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1926-1990	5,5%	5,5%	22
	Investment Valuation (1996), 1ª ed.	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1926-1990	5,5%	5,5%	251
	Corporate Finance (1997) 1ª ed	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1926-1990	5,5%	5,5%	128
	The Dark Side of Valuation (2001a)	Promedio PRMI	1970-2000	4%	4%	67 (4%)
	Corporate Finance (2001b) 2ª ed	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>		5,5%	5,5%	237, 339, 425 y 426
	Corporate Finance (2001c) 2ª Intl ed.	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i> - 0,88%	1926-1998	5,5%	5,5%	192
	Investment Valuation (2002), 2ª ed.	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1928-2000	5,51%	5,51%	170; 171; 174
	Applied Corporate Finance (2005)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1928-2003	4,82%	4 - 6%	4% (355); 4,82% (349, 368, 562); 5,5% (271, 389, 401, 481); 6% (pages 335, 336).
Damodaran on Valuation (2006) 2ª ed.	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i>	1928-2004	4,84%	4%	41: 4% (160, 173, 189); 5% (341); 47	
Bodie, Kane y Marcus	2ª edición 1993	PRMX = PRME		6,5%	6,5%	549
	3ª edición 1996	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i> - 1%	1926-1994	7,75%	7,75%	535
	5ª edición 2002	PRMX = PRME		6,5%	6,5%	575
	6ª edición 2003	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-2001		5%; 8%	8% (426,431); 5% (415); 157
Copeland y Weston	(1979)	PRMX = PRME			10%	321
	(1988)	PRMX = PRME			9,83%; 10%	204, 458, 531
	Weston y Copeland (1992) y Shastri (2005)	PRMX = PRME = PRMH = PRME PRMX = PRME = arit. PRMH frente a <i>T-Bonds</i>	1963-2002	6 - 8% 5%	5%, 7,5% 5,5%	5% (407, 944); 7,5% (610) 173, 526
Van Horne	6ª edición 1983	PRMX = PRME = PRMH			6,0%	215
	8ª edición 1992	PRMX = PRME = PRMH		2 - 7%	5,0%	428

Prima de riesgo del mercado recomendada y utilizada en 100 libros

Autor(es) del libro		Hipótesis	Periodo para PRMH	PRMX recomendada	PRMX utilizada	Páginas del libro
Case Problems in Finance	Butters, Fruhan, Mullins y Piper (1981)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i> + 4%	1926-1974	9%	9%	150, 151
	Butters, Fruhan, Mullins y Piper (1987)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bonds</i> + 4%	1926-1974	9%	9%	330, 331
	Fruhan, Kester, Mason, Piper y Ruback (1992)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a <i>T-Bills</i>)	1926-1990	8,4%	8%	417, 418
	Kester, Ruback y Tufano (2005)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a <i>T-Bonds</i>)	1926-1995	7,4%	7%	443, 444
Ross, Westerfield y Jaffe	2ª edición 1988	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1988	8,5%	8,5%	243-4, 287
	3ª edición 1993	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1993	8,5%	8,5%	
	4ª edición 1996	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1994	8,5%	8,5%	241, 280
	5ª edición 1999	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1997	9,2%	9,2%	259, 261
	6ª edición 2002	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1999	9,5%	9,5%	259, 274, 324
	7ª edición 2005	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-2002	8,4%	8%	259 (8,4%); 286 (8%)
	Ross, Westerfield y Jordan (2003a) 4ª edición	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-2001	8,8%	6-9%	6% (352); 7% (380); 8% (356, 367, 382); 9% (374)
Ross, Westerfield y Jordan (2003b) 6ª edición	PRMX = PRME = PRMH arit. frente a <i>T-Bills</i>	1926-2000	9,1%	6-10%	6% (517); 7% (449); 8% (445, 509, 520, 522); 8,6% (441) 9,1% (395, 504); 10% (521)	
Bodie y Merton	(2000)	PRMX = $A \sigma_M^2$			8%	347
	y Cleeton (2009)				8%	369
Weston et al.	Weston y Brigham (1982), 6ª edición			5-6%		393
	Weston, Chung y Siu (1997)			7,5%		
	Weston, Mitchell y Mulherin (2004)	PRMX = PRME = arit. PRMH frente a <i>T-Bonds</i>	1926-2000	7,3%	7%	260
	Weaver, Weston y Weaver (2004)	PRMX = PRME = arit. PRMH frente a <i>T-Bonds</i>	1926-2000	7,3%	5,63%	308, 309
Penman	(2001) 1ª edición	"Nadie sabe lo que es la prima de riesgo del mercado"			6%	76, 691
	(2003) 2ª edición	"no tenemos un método apropiado para calcular la rentabilidad exigida"			6%	445, 443
Shapiro	Shapiro (1992)	Define PRMX correctamente			8%	482
	Shapiro (2005)	PRME < PRMH		4 - 6%		7,5% (151); 5% (160 y 187); 8% (169), 148
Jones	Jones, C. P. (1996)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bills</i>	1926-1993	5,3%	7%	154, 246 (7%)
	Jones, C. P. (2006)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a <i>T-Bills</i>	1920-2004	6,06%	6,06%	160 (6,06%); 255 (6; 7%)

Prima de riesgo del mercado recomendada y utilizada en 100 libros

Autor(es) del libro	Hipótesis	Periodo para PRMH	PRMX recomendada	PRMX utilizada	Páginas del libro
López y de Luna (2001)	PRMX = 0.5 to 0.6 R _f ; PRMI			3%-5,5%	16, 18, 19, 3,5% (22, 85); 3,45% (43); 3% (71); 4% (145); 5,5% (111)
López y García (2005)	PRMX = 0.7 R _f		4,2%	3%, 3,5%	36, 134, 194, 232
Fernández (2002)	"is impossible to determine the premium for the market as a whole"		4%		
Fernández (2001, 2004)	"different investors have different PRMXs"			4%	608, 623
Mascareñas (1993)	PRMX = PRME		5-6%		56
Mascareñas (2004)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1928-2001	5,17%	3,5%, 5,5%	3,5% (40, 165); 5,5% (40, 167)
Mascareñas (2005)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1928-2001	5,1%	5,1%, 5,5%	271, 273, 279, 316 (5,5%)
Stowe et al. (2002)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1926-2000	5,7%	5,7%	49
Bruner (2004)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1926-2000	6%	6%	265, 269, 294
Hawawini y Viallet (2002)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1926-1999	6,2%	6,2%	328
Stewart (1991)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1925-1989	6%	6%	438, 442
White (1994)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bonds	1926-1988	5,4%	5,4%	225
Pettit (2007)	PRMX = PRME = PRMH	1900-2003	5%	5%	9, 16
Guerard y Schwartz (2007)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)	1926-1993		8%, 8,8%	8% (235); 8,8% (188, 276, 456)
Smart y Megginson (2008)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)	1900-2005	7,4%	6 - 7%	6% (201, 202, 236); 7% (245)
Buller (2000)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)			8,5%	618
Moyer, McGuigan y Kretlow (2001)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)	1926-1998	9,4%	9,4%; 8%	202, 427
Hilchner (2006)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)	1926-1999	8,1%	7%, 5,5%	144, 248, 548
Kasper, L. J. (1997)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)	1954-1996	7,81%	7,81%	143
Martin y Petty (2000)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bills)			8%	97
Marin y Rubio (2001)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bills	1963-1997	6,77%	6,77%	209, 300, 304,
Viebig, Varmaz y Poddig (2008)	PRMX = PRME = PRMH geo. frente a T-Bills	1900-2005	5,5%	4 - 5,5%	7% (15); 4,82 (18); 5,5% (40); 4% (235)
Arzac (2005)	PRMX = PRMI		5,08%	5,08%	Exhibit 3.4
Tilman y Martin (2007)	Utilizado habitualmente en la práctica			5%	143

Prima de riesgo del mercado recomendada y utilizada en 100 libros

Autor(es) del libro	Hipótesis	Periodo para PRMH	PRMX recomendada	PRMX utilizada	Páginas del libro
Kim y Kim (2006)	PRMX = PRME		10%		402, 420
Lumby y Jones (2003)	PRMX = PRME			5-7%	264 (6%), 267 (7%), 648 (5%)
Goetzmann e Ibbotson (2006)	PRMX = PRME			6,2%	7, 8, 269
Benninga y Sarig (1997)	PRMX = PRME			8%	242, 259, 266, 298, 365, 367
Estrada (2006)	PRMX = PRME. Define PRMX correctamente		5,5%	5,5%	75, 76, 176
Palepu y Healy (2007)	PRMX = PRME = PRMH			4,9%	331, 333, 334
Feldman (2005)	PRMX = PRME = PRMH	1926-2001		7,4%	70
Sanjurjo y Reinoso (2003)	PRMX = PRME = PRMH		5- 8%	5%, 5,5%	69, 240, 311, 328, 387
Tham y Velez-Pareja (2004)	PRMX = PRME = PRMH			6-7,5%	314, 319
Ryan (2006)	PRMX = PRME = PRMH	1900-2001		3,5%	102, 314, 319
Pratt (2002)	PRMX = PRME = PRMH			7,4%, 8%	68, 74
Antilli y Lee (2008)	PRMX = PRME = PRMH	1900-2005	3-4%	3,5 - 4%	34, 4% (202, 217, 288); 3,5% (45, 49, 51)
English (2001)	PRMX = 5% < PRMH			5%	228, 305
Pereiro (2002)	PRMX = PRME < PRMH		4%	4%	120
Siegel (2002)	PRMX = PRME < PRMH		2- 3%		124.
Berk, DeMarzo y Harford (2008)	PRME < PRMH			5%	
Adair (2005)	PRMX = PRME; PRMH geo.			3,3%-8,6%	169 (3,3%), 175 (6%), 179 (8,6%)
Evans y Bishop (2001)	PRMX = PRME = PRMH (arit. frente a T-Bonds)	1926-2000	7,76%	7%, 7,5%	124, 135, 270
Rojo (2007)	PRMX = PRME = PRMH (arit.)		5%	5 - 11,71%	5% (122); 5,2% (130); 8,88% (132); 11,71% (153)
Black, Wright y Bachman (2000)	Promedio PRMH y encuestas			3,5%-4,8%	3,5% (57); 4-4,8%(304, 316)
Adsera y Vinolas (1997)			3- 7%	5%, 4%	185, 188, 193, 249



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

