

IECIF

INSTITUTO DE ESTUDIOS CONTABLES,
IMPOSITIVOS Y DE FINANZAS DE LA EMPRESA

UCES

FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS

ISSN 2953-4461

Apuntes

EMPRESARIALES

Nº 1, Enero–Febrero–Marzo de 2023

Revista de la Facultad de Ciencias Económicas



ISSN 2953-4461

Apuntes

EMPRESARIALES

Nº 1, Enero–Febrero–Marzo de 2023

Revista de la Facultad de Ciencias Económicas



IECIF

Editor Responsable

Dr. Eduardo Tomás Gherzi

Instituto de Estudios Contables, Impositivos y de Finanzas de la Empresa

Director: Lic. Fernando Amador Agra

Comité Editorial

Lic. Fernando Amador Agra

Dr. Mariano Aguirre

Mg. María del Carmen García

Dr. Eduardo Tomás Gherzi

Mg. Liliana Guarnaccia

Lic. Verónica Peloso

Responsables de la Revista

Dra. Noelia Fernández

Facultad de Ciencias Económicas

Dr. Eduardo Tomás Gherzi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina

Tel.: 4815-3290 int. 1831. ftreglia@uces.edu.ar

Es una publicación trimestral del IECIF



UCES

Índice

Editorial

Dr. Eduardo Tomás Gherzi , Decano de la Facultad de Ciencias Económicas.	5
--	---

Indicadores financieros de las criptomonedas.

Cdor. Víctor A. Lucero , Profesor Adjunto de Contabilidad Gerencial, Carrera de Contador Público.	6
---	---

La dinámica de la tasa de interés y los flujos de fondos.

Lic. Fernando Amador Agra , Director de la Licenciatura en Economía, Director del Instituto de Estudios Contables, Impositivos y de Finanzas de la Empresa (IECIF), Profesor Titular de Dinero y Bancos, Licenciatura en Economía.	11
--	----

Tratamiento en el Impuesto a las Ganancias de la retribución proveniente de los servicios prestados por estudios profesionales según el Fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

Dr. Gabriel Oubiña , Profesor Adjunto de Habilitación Profesional, Carrera de Contador Público.	15
---	----

La foresto-industria: Cuenta pendiente productiva para Argentina

Lic. Leandro Mora Alfonsín , Profesor Adjunto de Cuentas Nacionales, Licenciatura en Economía.	18
--	----

Costo y Valor

Cdora. Gisela Sánchez , Profesora Adjunta de Costos, Carrera de Contador Público.	22
---	----

Editorial

La dinámica de los negocios y las urgencias de la vida empresarial, nos sumen en un vértigo que nos obliga a enfrentar diversas cuestiones a la vez. Desde la Facultad, hemos seleccionado para esta edición, artículos sobre temas de distintas temáticas pero todos muy vinculados a la realidad.

Este número de “Apuntes Empresariales”, aporta trabajos producidos por nuestros docentes que, con grado variable de detalle y adaptados al momento en que se encuentra cada estudiante, también se abordan en el aula.

En cada entrega, tratamos de seleccionar material de interés que desarrollado de manera amena y accesible, pueda acompañar cuestiones corrientes de actualidad.

El Profesor **Victor Lucero**, luego de introducirnos en el mundo “cripto” de manera breve pero suficiente, se interesa por los elementos centrales en la valuación del activo. Nos introduce en los Indicadores financieros para las criptomonedas; la intención, es explorar los criterios a aplicar para tomar posiciones de conveniencia frente a los precios de mercado.

La dinámica de la tasa de interés y los flujos de fondos, es el trabajo presentado por el Profesor **Fernando Amador Agra**, para explicar los factores que influyen en la valuación de ciertos activos financieros y su impacto en el mercado y finalmente, en los valores de la economía real. El tema emerge, a partir de los movimientos recientes de la tasa que regula la Fed. El autor explica la cuestión de la toma de decisiones, en función del valor actual del flujo de fondos esperado y la estimación de los ingresos futuros.

A partir de un fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, el Profesor **Gustavo Oubiña** aborda el tratamiento en el Impuesto a las Ganancias de las retribuciones por los servicios prestados por estudios profesionales. Nos acerca un estudio detallado, de la naturaleza y circunstancias de tales actividades; en este caso, las que brindan los profesionales asociados a estudios profesionales organizados como empresas o sociedades (no de Capital).

El artículo referido al desarrollo foresto-industrial argentino, nos pone frente a esas cuestiones que por obvias, no se terminan de definir y exigir: políticas permanentes de largo plazo en múltiples procesos, sectores y actividades. En este campo el Profesor **Leandro Mora Alfonsín**, pasa revista a la frustración argentina respecto de este asunto y la contrasta con quienes en definitiva, supieron aprovechar la oportunidad y desarrollarla. Propone además, caminos posibles y alienta a descubrir los actores interesados en transitarlos.

Finalmente la Profesora **Gisela Sánchez** se introduce en la diferencia entre Costo y Valor. Plantea que conforme la eficiencia lograda, el costo es subjetivo y relativo, como así también lo es el valor de un bien. Cada decisión que se tome, puede hacer que el resultado sea en mayor o menor medida positivo y por tanto, la aplicación de las técnicas correctas en materia de Contabilidad de Costos, puede hacer la diferencia.

Para la Facultad de Ciencias Económicas de la UCES, es un privilegio servir de nexo entre sus lectores y los docentes especialistas en cada uno de sus saberes.

Muchas Gracias por su atención y hasta el próximo número.

CABA, Marzo de 2023
Eduardo Tomás Gherzi
Decano – FCE – UCES

Indicadores financieros de las criptomonedas

Cdr. Víctor A. Lucero, Profesor Adjunto de Contabilidad Gerencial, Carrera de Contador Público.

“Hemos propuesto un sistema para transacciones electrónicas sin depender de la confianza.” **Satoshi Nakamoto**¹

Introducción

Durante el año 2008, hace aproximadamente 14 años, irrumpió en el mundo de las finanzas y negocios una tecnología que cambiaría por completo el concepto de moneda digital. Bajo el seudónimo de Satoshi Nakamoto – una o varias personas – introdujeron el concepto denominado *Bitcoin* basado en la plataforma digital *Blockchain* – cadena de bloques – una solución definida por el autor como “Una versión puramente electrónica de efectivo que permitiría que los pagos en línea fuesen enviados directamente de un ente a otro sin tener que pasar por medio de una institución financiera. Firmas digitales proveen parte de la solución, pero los beneficios principales se pierden si existe un tercero confiable para prevenir el doble-gasto. Proponemos una solución al problema del doble gasto utilizando una red usuario-a-usuario.”² En pocas palabras, sobre una red de computadores se ideó un sistema de registro contable y pago, totalmente independiente de un sistema centralizado, donde los integrantes de la red electrónica son los validadores de cada operatoria, dando confianza sobre la registración de las operaciones para evitar que se realicen dobles pagos con un mismo cripto-activo. Este fue el puntapié inicial para el desarrollo de monedas digitales, que al momento de escribir este artículo se encuentran tan en boga y en las principales noticias y medios de comunicación. *En la actualidad, cuando los mercados de divisas se encuentran cerrados, las criptomonedas siguen operando y mostrando en tiempo real, los movimientos y cotizaciones (en algunos casos relacionados directamente al dólar, y en otros no tanto).*

Dado esto, se han convertido en la referencia obligada de los analistas financieros sobre la evolución de cotizaciones y ánimo de los negocios.

A la luz de estos conceptos vertidos, podemos realizarnos algunas preguntas:

1. ¿Estas monedas digitales, pueden ser valuadas?
2. ¿Se pueden aplicar los mismos criterios para la valuación de otros activos financieros a las criptomonedas?
3. ¿Qué tipos de metodologías /indicadores pueden ser utilizados para aproximarnos a una valuación de estos activos?

Nuestra intención en las próximas páginas será brindar algunos conceptos básico sobre estos activos, y luego avanzar formalmente sobre algunas metodologías que a nuestro entender forman parte del herramental básicos para su análisis.

¿Qué es y cómo funciona Blockchain?

Una *Blockchain* (cadena de bloques) “es una base de datos transaccional distribuida, formada por cadenas de bloques diseñadas para evitar su modificación una vez que un dato ha sido publicado. Esto se logra mediante redes peer-to-peer (P2P), con consensos generados a través de un algoritmo de prueba de trabajo (PoW) y enlazando los bloques criptográficamente con un sellado de tiempo confiable”

¹ Satoshi Nakamoto (中本・聡) es el pseudónimo usado por la persona o grupo de personas que crearon el protocolo Bitcoin y su software de referencia. En 2008, Nakamoto publicó un artículo¹² en la lista de correo de criptografía metzdowd3 que describía un sistema P2P de dinero digital. En 2009, lanzó el software Bitcoin, creando la red del mismo nombre y las primeras unidades de moneda, llamadas bitcoins - https://es.wikipedia.org/wiki/Satoshi_Nakamoto

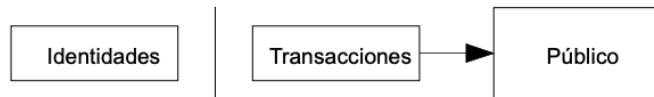
² “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System – 2008”

³ <https://blockchainespana.com/glosario/>

Modelo de Privacidad Tradicional



Nuevo Modelo de Privacidad



Blockchain tiene como característica, prescindir de un “tercero confiable” para la validación de operaciones.

En resumen, podemos decir que una *blockchain*, es un sistema de ordenadores que de manera independiente (sin la supervisión de un tercero – entidad de control gubernamental ,banco, entidad financiera-) logra intercambiar y registrar transacciones u operaciones (bloques) entre pares, generando que las mismas sean auto-validadas y registradas por todos los usuarios de la red. De esta forma, gracias a técnicas criptográficas, la información contenida en un bloque solo puede ser repudiada o editada, modificando todos los bloques posteriores.

En la práctica ha permitido, gracias a la criptografía asimétrica y las funciones de resumen o hash, la implementación de un registro contable (*ledger* o mayor contable) distribuido que permite soportar y garantizar la seguridad de las operaciones.

¿Qué es una criptomoneda?

Una criptomoneda es un medio digital de intercambio que se usa en *blockchains* públicas para el cambio de los registros. Se caracterizan y diferencian de las monedas convencionales en la falta de organismo central (gobierno/banco) que la controle. Algunos ejemplos: bitcoin, litecoin, ether, dogecoin.⁴

En contraste con la monedas digitales, contamos con la monedas Fíat. El dinero Fíat es “en pocas palabras, ... dinero de curso legal cuyo valor no deriva del hecho de ser un bien físico o mercancía, sino por ser emitido y respaldado por un gobierno. La fortaleza del gobierno que establece el valor de una moneda fíat es clave para esta forma de dinero.”⁵ Como ejemplo del dinero Fíat, podemos enunciar al dólar, euro, peso argentino, etc.

Las criptomoneda más destacada por volumen y por cantidad de tenedores hasta la fecha es Bitcoin. El Bitcoin, como criptomoneda más representativa, muestra las siguientes características:

- ➔ Como todo crypto-activo basado en *blockchain*, No se encuentra regulado por ninguna entidad central.
- ➔ Tiene una emisión pre-definida y predecible 21 millones de bitcoins, hasta el día de la elaboración del presente artículo, la emisión llegaba al 91% de aproximadamente 19 millones de bitcoins.
- ➔ Sin intermediarios es resistente a la censura.
- ➔ Activo digital al portador, por lo tanto resistente a la confiscación.
- ➔ No permissionado, lo que favorece un alto nivel de inclusión / innovación.
- ➔ Global sin fronteras: todos podemos acceder a su compra o venta con solo contar con un celular y una computadora.
- ➔ Bajos costos de transacción en comparación con las entidades financieras actuales.⁶

⁴ Ibidem

⁵ <https://academy.binance.com/es/articles/what-is-fiat-currency>

⁶ <https://www.businessinsider.com/personal-finance/wire-transfer-fees#:~:text=Wire%20transfer%20fees%20are%20generally,the%20money%2C%20generally%20around%20%2415> versus <https://cointelegraph.com/news/bitcoin-average-transaction-fees-lowest-in-two-years-at-1-04>

Metodologías de valuación de activos

Los activos financieros en su mayoría tienen como criterio de valuación dos grandes metodologías: **el análisis fundamental y el análisis técnico**. No necesariamente son excluyentes, pero en términos generales los analistas por cuestiones de tiempo y criterio profesional optan por algunas de ambas. Dentro del análisis fundamental, contamos con dos grandes ramas; el *análisis de activos de renta fija y de renta variable*. Claramente, el bitcoin se circunscribe mucho mejor dentro en la segunda clasificación. Sin embargo, no cuenta con las características de una acción, por dar un ejemplo. Y por características propias, es totalmente diferente en naturaleza a una moneda fiat. Por lo tanto, exploraremos los criterios adecuados para valorizar a estos activos. Una vez que contemos con estas estimaciones, estaremos en condiciones de definir si el precio de mercado se encuentra sobre (venta) o por debajo (compra) de las valuaciones obtenidas, propiciando las transacciones pertinentes o si somos los desarrolladores de dicha moneda, las estrategias de emisión necesarias. En el presente trabajo, exploraremos aquellas metodologías vinculadas principalmente con el análisis fundamental.

Análisis fundamental

Según Howard Love, en su libro *“The Start-Up J Curve”*⁷, las empresas que inician actividades relacionadas con tecnologías emergentes tienen como gráfico, uno que simula a una “J” acostada, al vincular la generación de valor en la unidad de medida monetaria y el tiempo transcurrido. En dicho gráfico podemos apreciar seis fases en la curva:

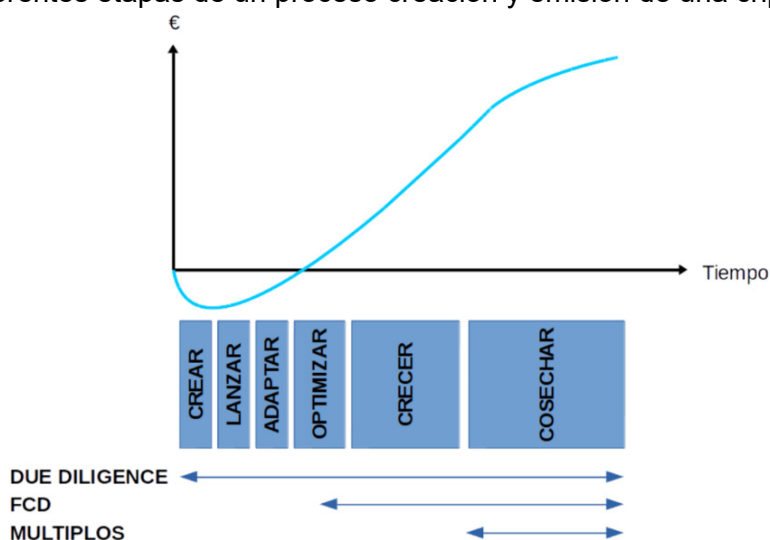
1. **Crear:** venta del “sueño” para la búsqueda de fondos y apoyo personal.
2. **Lanzar:** nacimiento de un producto o servicio mínimo viable para analizar el mercado y los clientes.
3. **Adaptar:** ajuste del producto o servicio en función a las necesidades del usuario.
4. **Optimizar:** etapa donde se busca la eficiencia en los productos o servicios.
5. **Crecer:** la escalabilidad y las inversiones de fondos, resultan imprescindible en este período.
6. **Cosechar:** luego de la salida a bolsa (emisión), puede implicar la venta de la empresa o el desarrollo de nuevos desafíos.

Para cada una de las partes de la curva, se puede aplicar uno o varios modelos diferentes de valuación.

Además de los métodos de *Due Diligence* (DD), Flujo de Caja Descontado (*DCF-Discounted Cash Flow*), y otros múltiplos, veremos que existen también nuevos métodos de valoración basados en diferentes teorías, como la inteligencia artificial o la inteligencia colectiva, que ahora cobran relevancia.

Ese es nuestro propósito, tratar de presentar estos diferentes y nuevos métodos de valoración desde el punto de vista de su articulación en el caso de ICO⁸ y la criptoeconomía.

Abajo detallamos las diferentes etapas de un proceso creación y emisión de una criptomoneda⁹



⁷ Greenleaf Book Group Press – Texas 2006 – Howard Love

⁸ Acrónimo de Initial Coin Offering. Se utiliza para financiar el desarrollo de nuevos protocolos descentralizados en blockchain y viene inspirado del concepto de IPO (Initial Public Offering Stocks) aunque son difícilmente comparables.

⁹ Comunidad Blockchain – El futuro de la criptomonedas descentralizadas y la ICO's – Iñigo Molero Editor - 2018 Alexander Preukschat

En el presente trabajo, nos focalizaremos en los métodos de flujo de caja descontados y múltiplos.

Flujo de caja descontados: En el caso de la economía descentralizada como *blockchain*, es complejo realizar un descuento sobre unos flujos de caja (que por cierto, habitualmente resultan inexistentes o poco desarrollados) pero pese a ello, diversos autores han realizado interesantes desarrollos sobre este concepto. Una de las más reconocidas es la formulada por Chris Burniske¹⁰. “En su modelo de cripto curva J, Burniske apuesta por descontar, a valor presente, la utilidad del token como si fuera un flujo futuro, que a su vez desagrega entre valor actual y valor esperado ...” No es objeto del presente escrito ahondar sobre el desarrollo de Burniske, sin embargo consideramos provechoso su análisis posterior.

Por su parte Indra Jonklaas¹¹ nos muestra un descuento de flujos como modelo aplicable a los proyectos que generan una distribución de honorarios (*fees*) entre sus tenedores. A diferencia de Burniske, Jonklaas utiliza una curva “S” para mostrar el volumen de usuarios y aconsejar la aplicación de los ratios de descuento tradicionales aplicados para la valoración.

En el siguiente gráfico, se puede observar la característica de una curva “S”, donde se detallan los costos reales (*Actual Cost*), el valor planificado (*Planned value*) y el valor ganado (*Earned value*).

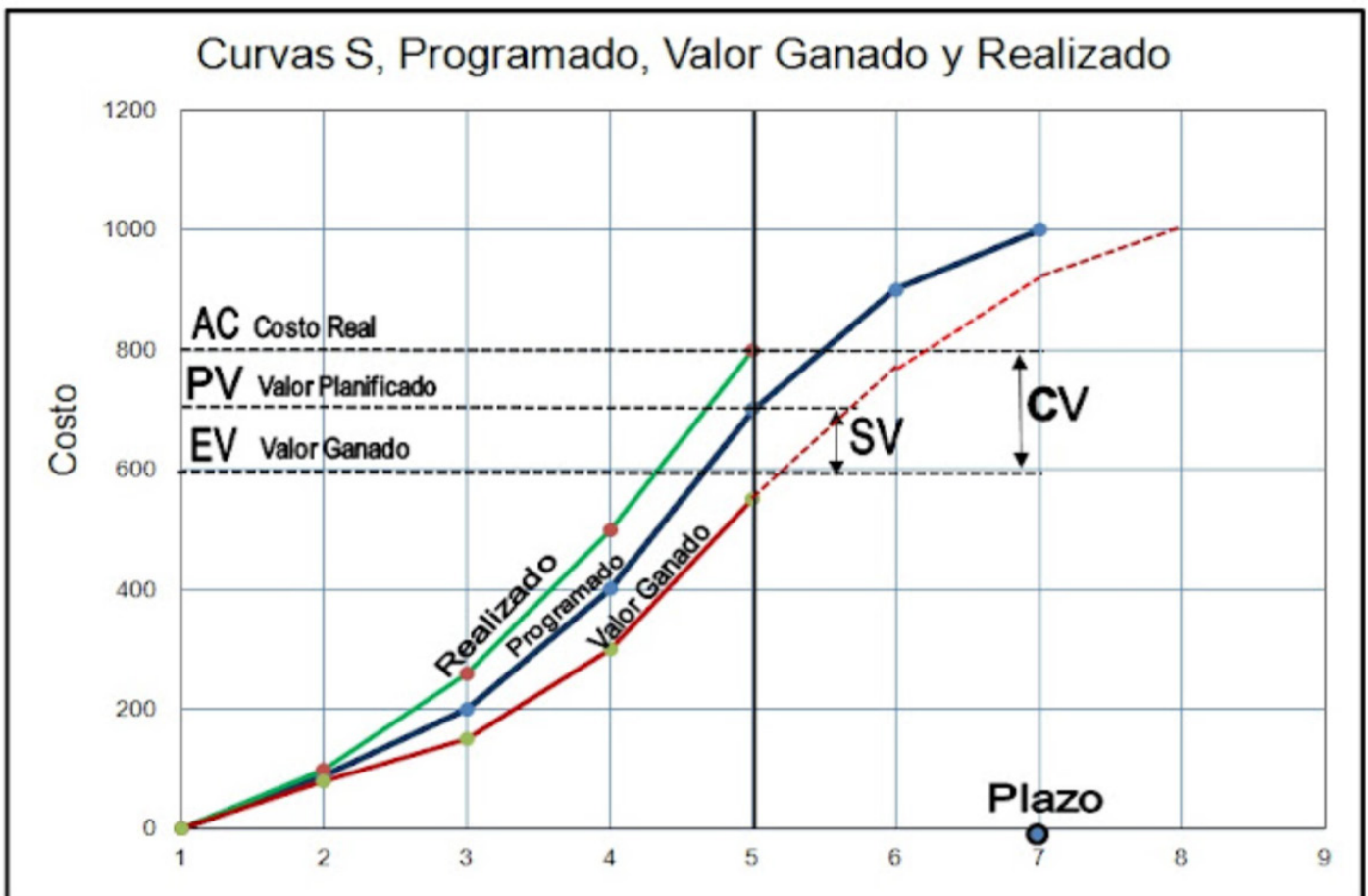
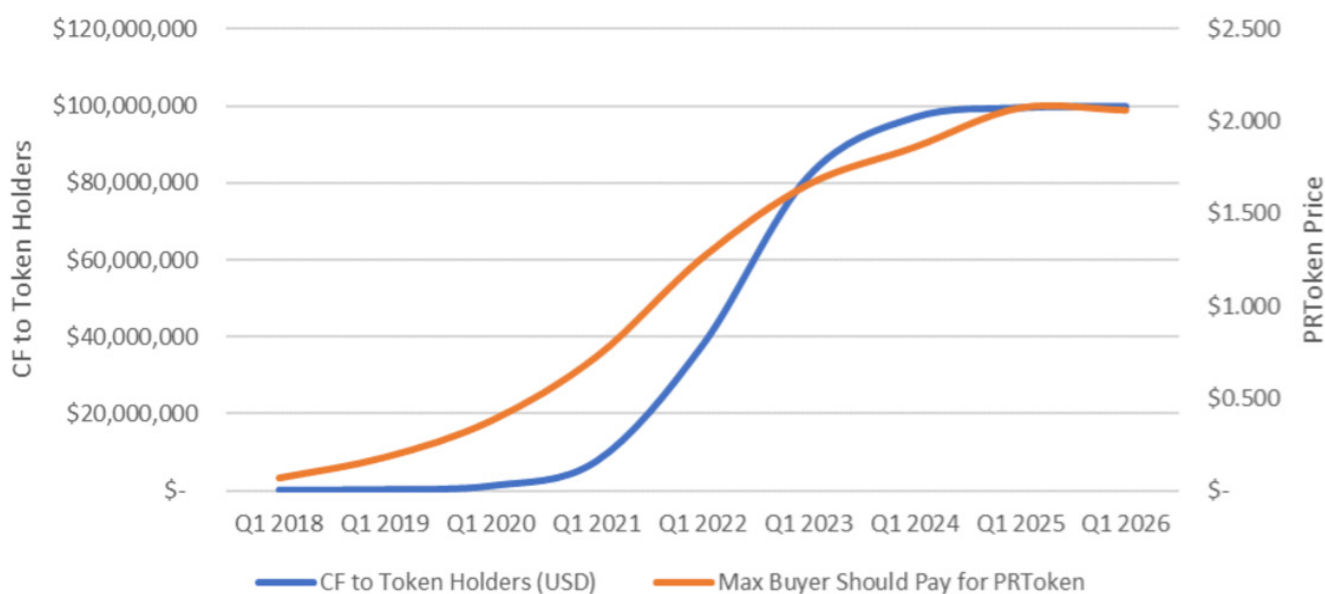


Gráfico tomado de <https://presupuestodeobrasvalorganado.blogspot.com/2016/10/curvas-s-programada-realizada-y-de.html>

¹⁰ <https://crypto.com/university/finance-the-crypto-j-curve>

¹¹ https://medium.com/@adrian_jonklaas/justified-token-value-part-1-3ac6836656

El grafico detallado por Indra Jonklaas¹² es el siguiente:



Aquí se vincula el flujo de fondos asignados los tenedores de token, el precio del token y su relación con el paso del tiempo. Es útil a la hora de estimar valores futuros del cripto-activos, considerando un comportamiento similar a otros.

A pesar que esta metodología se genera por medio de estimaciones de flujos de fondos, tanto de ingresos como de costos, que pueden aproximarse a una realidad posterior de la empresa, es menester indicar que resulta igualmente compleja la determinación de las tasas de descuentos necesarias para actualizar al presente, los flujos de fondos futuros.¹³

Multiplos

Esta metodología resulta la más sencilla de realizar si no queremos elaborar cálculos complejos. Fundamentalmente, consiste en aproximar el precio de mercado, tomando como datos objetivos iniciales las cotizaciones de las empresas o proyectos comparables por similitud con la clase de negocio que estimamos valorar. Los múltiplos considerados más habituales son el **PER** (*Price earning ratio*), que mide el número de veces que el beneficio anual está contenido en el precio (precio de la acción / utilidad por acción) y con mayor frecuencia el **EV/EBITDA**, que mide la cantidad de que el *entreprise value* (valor de la empresa) por cada unidad de EBITDA (*earning before interest, taxes, depreciations and amortizations*)

Dado que estas metodologías resultan difíciles de implementar en proyecto de cripto-economía es necesario aplicar nuevos criterios de medición y valoración, que se adecuen mucho más a la dinámica de estos activos.

Conclusiones finales:

En función a diferentes etapas en la vida de una criptomoneda, debemos a los efectos de valorar estos activos, considerar diferentes metodologías. Las metodologías tradicionales, como el flujo de fondos descontados o la aplicación de múltiplos, son a nuestro entender muy complejas de aplicar, dadas las diferencias entre los activos financieros clásicos y los surgidos por estas nuevas tecnologías. Resultan a nuestro entender, mucho más relevantes las aplicaciones de modelos basados en inteligencia artificial. Cuanto más transparente, participativo y definidos sean los parámetros de la medición, más aceptación tendrán estas nuevas tecnologías para la valuación de activos. La discrecionalidad en la aplicación de criterios de valuación, a pesar de ser una práctica apropiada y común en el resto de los activos financieros, se vuelve una desventaja en el ambiente de la cripto-economía. Los avances tecnológicos, el crecimiento de la capacidad computacional de las redes, y la adopción de las prácticas colaborativas por la mayor cantidad de los *stakeholders*, acrecentarán en breve esta postura distinta de mensurar estos activos.

¹² https://medium.com/@adrian_jonklaas/justified-token-value-part-1-3ac6836656b8

¹³ El valor de dicha tasa de descuento vuelca el riesgo asociado al proyecto, aplicándose metodologías como el CAPM (Capital asset pricing model) o el cálculo del WACC (Weighted average cost of capital).

La dinámica de la tasa de interés y los flujos de fondos¹

Lic. Fernando Amador Agra, Director de la Licenciatura en Economía, Director del Instituto de Estudios Contables, Impositivos y de Finanzas de la Empresa (IECIF), Profesor Titular de Dinero y Bancos, Licenciatura en Economía.

Cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) realiza una modificación de la tasa de interés de los fondos federales, esa acción de política monetaria tiene efectos directos en los mercados de capitales, afectando las valuaciones de acciones y títulos de deuda, entre otros instrumentos de mercado.

Durante los días previos al anuncio de política monetaria, los participantes en el mercado de capitales suelen ajustar las valuaciones, anticipando el movimiento esperado en la tasa de interés, descontando que se producirá el cambio en la dirección y magnitud que el consenso de los analistas estimaron.

El objetivo de este artículo es aplicar el marco teórico que la Economía Financiera ha desarrollado desde un enfoque de *fundamentals*, para explicar los factores determinantes en la valuación de los activos financieros y que nos permitirán apreciar la racionalidad de ciertos movimientos de las cotizaciones en los mercados de capitales, más allá de los ruidos del corto plazo.

Cuando un agente compra un activo financiero en el mercado de capitales, básicamente está adquiriendo un flujo de fondos futuro (esperado). Centrando el análisis en el mercado de renta variable (acciones / equity), lo que se persigue determinar es el valor intrínseco de una especie (acción) que cotiza en un mercado accionario.

La teoría financiera ha desarrollado diferentes métodos de valuación, como la valuación por múltiplos, donde el Price Earnings Ratio (PER) es uno de los más conocidos y un método más riguroso, y muy utilizado por los equipos de research: la valuación por el descuento de los flujos de fondos esperados que generará la compañía cotizante², aunque también es una metodología aplicable para valorar una empresa que no está bajo el régimen de oferta pública.

Estimar el valor actual del flujo de fondos esperado implica, por un lado, la estimación de los ingresos futuros y por otro, seleccionar la tasa de descuento a la cuál se descontarán dichos flujos estimados.

Salvando la discusión si se descontarán dividendos o alguna categoría de flujo de caja (EBIT / EBITDA³, u otra), el valor intrínseco de la acción será función del flujo de fondos estimado y de la tasa de descuento: dado el flujo de fondos, a menor tasa descuento, mayor será el valor intrínseco de la especie y a mayor tasa de descuento, menor valor intrínseco. Por lo tanto, hay una relación inversa entre la tasa de descuento y el precio intrínseco de las acciones, relación que, en forma estilizada y considerando un determinado flujo de fondos y sin cambios en las demás variables que contribuyen a explicar sus precios.

En los siguientes gráficos, esta relación está ilustrada con una curva de pendiente negativa, que representará las diferentes combinaciones de tasa de descuento y el valor del equity, para un determinado flujo de fondos esperado.

En forma gráfica, esta relación será representada en un eje cartesiano Tasa de Descuento / Valor del Equity, con una curva convexa de pendiente negativa, para cierto nivel de flujo de fondos esperados.

Por el contrario, si la tasa de descuento no varía y se modifican los flujos esperados, se observará una relación directa entre el valor intrínseco de la acción y el cambio en los flujos esperados: a igual tasa de

¹ Se agradece los comentarios realizados por el Prof. Ireneo Moras, a una primera versión de este artículo.

² El Price Earnings Ratio tiene implícito una tasa de descuento que se aplica a una Ganancia por Acción, considerando ese flujo como una perpetuidad.

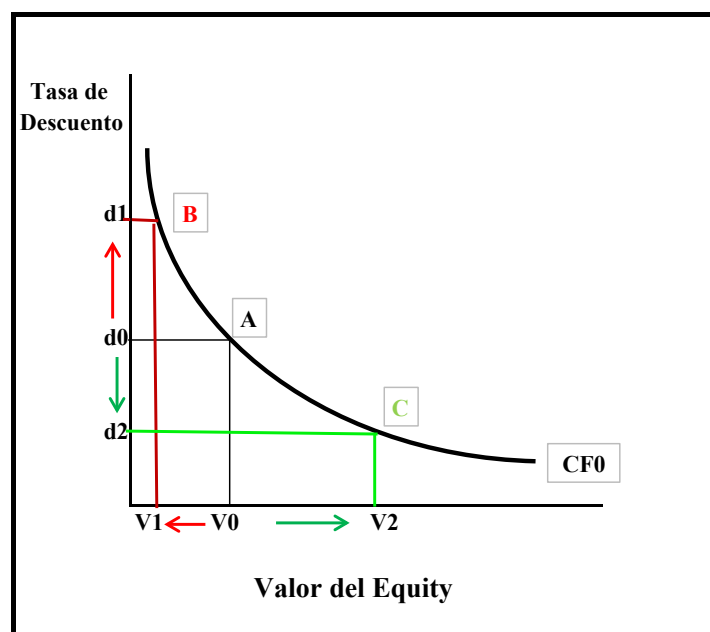
³ EBIT: Earnings Before Interest And Taxes. EBITDA: earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

descuento, si se reduce el flujo de fondos esperado, menor será el valor intrínseco de la acción y viceversa. De esta forma, el precio de mercado de una acción está sujeto a dos fuerzas contrapuestas, que lo pueden desplazar de su valor de equilibrio de largo plazo.

En la composición de la tasa de descuento, uno de los factores que la componen es la tasa libre de riesgo, además de la prima de riesgo⁴ (risk premium) y el riesgo país. Cuando la Fed modifica su tasa de política monetaria, genera efectos que impactan en el conjunto de las tasas de interés de mercado, con repercusiones en los mercados de capitales y en la economía real a través de diferentes mecanismos de transmisión. Por ende, una modificación en la tasa de referencia, tendrá un efecto en la tasa de descuento y de allí, a las valuaciones del mercado accionario.

Al efecto de ilustrar las relaciones causales comentadas, supongamos la situación inicial que representa el punto A, del gráfico N° 1: el punto A nos indica que para la tasa de descuento d_0 y el flujo de fondos esperado CF_0 , el valor intrínseco de la acción es V_0 . Si la tasa de descuento se incrementará y pasará a ser d_1 ($d_1 > d_0$), entonces, el valor de la acción se reducirá a V_1 ($V_1 < V_0$), situación que ilustra el punto B. Si el cambio en la tasa de descuento fuera a la baja, de d_0 a d_2 ($d_2 < d_0$), el valor de la acción se incrementará a V_2 ($V_2 > V_0$), punto C.

Gráfico N° 1



Hasta ahora, se ilustró la relación entre la tasa de descuento y el valor intrínseco de una acción, sin considerar cambios en el flujo de fondos esperado.

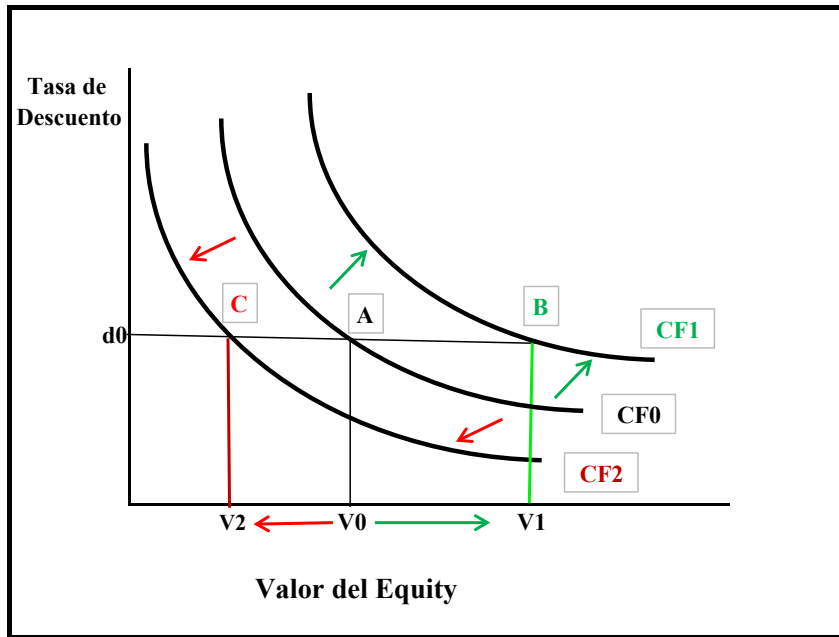
El gráfico N° 2, nos presenta la situación en la cual la tasa de descuento no se modifica⁵ y sí cambian los flujos esperados: en términos gráficos, será el desplazamiento hacia afuera de la curva CF ante un incremento de los flujos esperados o hacia el origen, en el caso que sea una reducción en los flujos esperados.

Como se podrá observar, dada la tasa de descuento, mayores flujos esperados ($CF_1 > CF_0$) dan como resultado de un mayor valor intrínseco de la acción ($V_1 > V_0$), punto B. Si las estimaciones fueran una reducción en el flujo de fondos esperados ($CF_2 < CF_0$), el punto C indicará el nuevo escenario, con un valor intrínseco V_2 menor ($V_2 < V_0$), punto C.

⁴ Es la cantidad de puntos básicos que un inversor requiere por encima de la tasa libre de riesgo para invertir en acciones.

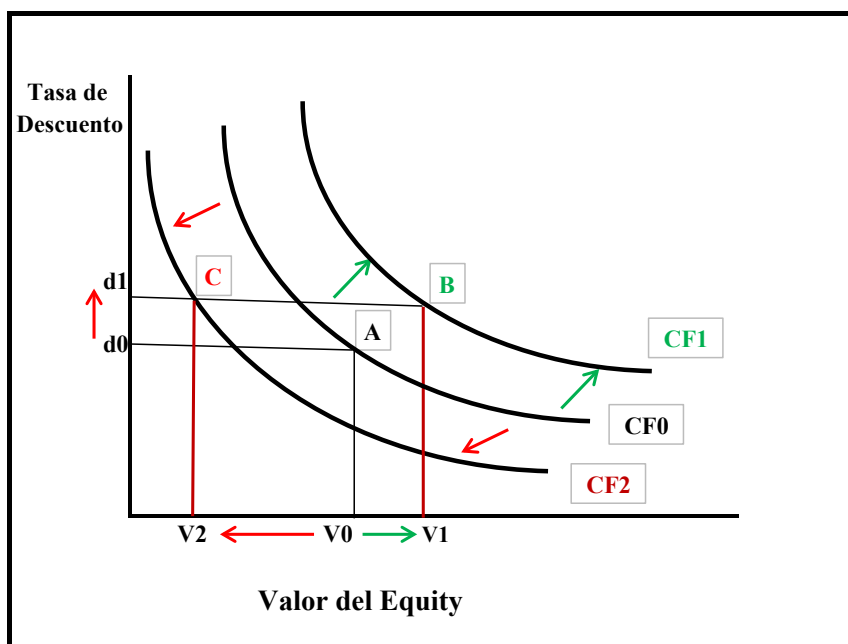
⁵ Esta situación, no es la que se esperaría dada la decisión al alza de la tasa de referencia que tomó la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico N° 2



El proceso económico es dinámico y no todos los cambios en el marco de los negocios impactan en igual sentido y magnitud en las empresas, por lo que puede ocurrir que la variación en la tasa de descuento sea simultáneo a una modificación en los flujos esperados, generando alteraciones en el valor intrínseco de la acción, en función de los cambios relativos en la tasa de descuento y en los flujos, como ilustra el gráfico N°3, suponiendo un alza en la tasa descuento frente a un incremento o una caída de los flujos esperados, con respecto a una situación inicial.

Gráfico N° 3



Es de esperar, que ante un aumento en las tasas de interés internacionales, los mercados de capitales presenten una tendencia bajista por la mayor velocidad de reacción del mercado a cambios en las tasas de interés, más allá de que alguna compañía en particular pueda sobrellevar mejor el impulso bajista por la fortaleza de sus *fundamentals* y los flujos esperados que estiman los analistas de mercado. Cuando el ciclo alcista de las tasa de interés se revierte y comience una etapa de política monetaria más laxa, el mercado descontará una evolución alcista de las cotizaciones, al menos en el corto plazo.

La variación de las tasas de interés generan los efectos comentados sobre las cotizaciones de mercado y las expectativas de cambios en un sentido o en otro, disparan decisiones de cartera que intentan adelantarse a los efectos finales que el cambio en las tasas provocan.

Por estas relaciones causales que postula la teoría financiera, los inversores y analistas de mercado están atentos a la evolución de las principales variables reales y financieras que los banqueros centrales consideran claves para la toma de decisiones de política monetaria que, entre otros efectos, terminarán afectando la dinámica del mercado de capitales no solo en el corto plazo, sino también, en el largo plazo.

A partir de marzo de 2022, la Fed comenzó a elevar la tasa de los fondos federales al efecto de ajustar la política monetaria, con el objetivo de que el proceso inflacionario converja a su meta de inflación del 2.0 % anual. En las diferentes alzas de tasas, el mercado reaccionó ajustando su evolución, de acuerdo a las expectativas en torno a la situación de la economía y el nuevo escenario de tasas de interés.

Este análisis, se focalizó en cambios en la tasa de descuento como consecuencia de un cambio de política monetaria en EE.UU. y su efecto en la tasa libre de riesgo. Sin embargo, similares relaciones se obtendrán si la tasa de política monetaria de la Fed se mantiene estable, pero sí se modifican otros componentes de la tasa de descuento, como ser la prima de riesgo o el componente de riesgo país.

Bibliografía:

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc New Jersey.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1991). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc.

Tratamiento en el Impuesto a las Ganancias de la retribución proveniente de los servicios prestados por estudios profesionales según el Fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

Dr. Gabriel Oubiña, Profesor Adjunto de Habilitación Profesional, Carrera de Contador Público.

Introducción

A continuación se analizará el falla de la Sala IV de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal que a pesar de su tiempo conserva su vigencia, más aun, considerando el próximo vencimiento en la presentación del impuesto a las ganancias que se avecina. En particular, la Sala IV confirmó lo decidido por el Tribunal Fiscal de la Nación, dejando sin efecto la resolución DV MRRI 7/2007, por medio de la cual la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) determinó de oficio la obligación tributaria del contador público Jorge Daniel Paracha en el impuesto a las ganancias por los períodos fiscales 2002 y 2003, liquidó intereses resarcitorios y le aplicó una multa en los términos del art. 45 de la ley 11.683. Sentencia posteriormente confirmada por la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

Fallo de la cámara nacional de apelaciones en lo contencioso administrativo federal

Para decidir en el sentido indicado, la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal coincidió con el Tribunal Fiscal en cuanto a que las rentas obtenidas por el señor Paracha por su labor profesional como contador público y agente de la propiedad intelectual, desarrollada en el estudio "G. Breuer Sociedad Civil", debían ser computadas en la cuarta categoría del impuesto a las ganancias (trabajo personal) y no en la tercera categoría de ese gravamen como lo consideró el organismo recaudador al practicar el ajuste discutido.

Al respecto, la Cámara consideró que el hecho de que la prestación de servicios profesionales se realice a través de una sociedad civil organizada como empresa no determina que las rentas dejen de corresponder a la cuarta categoría. Además, afirmó que para que ello ocurra debe desarrollarse en forma complementaria una explotación comercial distinta de la principal. En este punto, puso de relieve que el Tribunal Fiscal señaló que tal extremo no se había acreditado en autos y que el organismo recaudador no había formulado ningún agravio concreto respecto de esa cuestión. En ese orden de ideas puntualizó que considerar a las referidas sociedades como empresas no trae consigo aparejado que necesariamente exista una explotación comercial.

Fallo de la corte suprema de justicia de la nación

Contra lo así decidido, la AFIP interpuso recurso extraordinario. En sus agravios, el organismo recaudador sostuvo, en síntesis, que las rentas obtenidas por el señor Paracha como socio de G. Breuer Sociedad Civil están comprendidas en el art. 49, inc. b, de la ley del impuesto a las ganancias, en tanto se trata de ingresos obtenidos por sociedades que no están incluidas en el art. 69 de la ley. También señala, que es irrelevante la existencia de una actividad comercial complementaria porque no es aplicable al caso el último párrafo del citado art. 49, que se refiere a la actividad profesional que no es desarrollada a través de la constitución de una sociedad. En esa inteligencia, insiste en destacar que el actor obtiene sus rentas como integrante de una sociedad civil y destaca que ésta brinda servicios propios de una profesión liberal pero organizados en forma de empresa. Sobre el particular, sostiene que se encuentra probada en autos la afectación de un patrimonio para llevar a cabo esas tareas profesionales con fines de lucro; la contratación de un elevado número de profesionales; un significativo nivel de inversión en equipamiento utilizado en la sociedad civil; la

organización de una estructura jerárquica dedicada a emplear recursos humanos y materiales; un considerable volumen de operaciones facturadas y la distribución de utilidades entre socios activos y dos socios con derecho especial no profesionales que no desarrollan actividad en la empresa.

Al respecto, analizando la cuestión el Alto Tribunal señala que resulta útil recordar que el art. 2, apartado 2, de la ley 20.628 establece que son ganancias a los efectos de esa ley, sin perjuicio de lo dispuesto específicamente en cada categoría y aun cuando no se lo indique en ellas “los rendimientos, rentas, beneficios o enriquecimientos ...obtenidos por los responsables incluidos en el art. 69 y todos los que deriven de las demás sociedades o de empresas o explotaciones unipersonales, salvo que, no tratándose de los contribuyentes comprendidos en el art. 69, se desarrollaran actividades indicadas en los incs. f) y g) del art. 79 y las mismas no se complementaran con una explotación comercial, en cuyo caso será de aplicación lo dispuesto en el apartado anterior”. Por su parte, el citado artículo 79 dispone, en lo que resulta pertinente para el caso en examen, que constituyen ganancias de la cuarta categoría las provenientes “del ejercicio de profesiones liberales u oficios ...” (inc.; f, primer párrafo) ...” A su vez, el último párrafo del art. 49 dispone que “cuando la actividad profesional u oficio a que se refiere el artículo 79 se complemente con una explotación comercial o viceversa (sanatorios, etcétera) el resultado total que se obtenga del conjunto de esas actividades se considerará como ganancia de la tercera categoría”.

En concordancia con esas normas, el art. 8 del decreto reglamentario de la ley del tributo (Decreto 1344/98), establece que las sociedades y empresas o explotaciones unipersonales, mencionadas en el apartado 2 del art. 2 del texto legal “son las incluidas en los incisos b) y c) del artículo 49 de la ley y en su último párrafo, en tanto no proceda a su respecto la exclusión que contempla el artículo 68, último párrafo, de este reglamento ...”. El aludido art. 68, que trata sobre la determinación del resultado impositivo de las ganancias de la tercera categoría, en el párrafo al que reenvía el citado art. 8, excluye de sus disposiciones a las sociedades y empresas y explotaciones que desarrollen las actividades indicadas en los incisos f y g del art. 79 de la ley -es decir, el ejercicio de profesiones liberales u oficios y -entre otras- la actividad de corredor o viajante de comercio- “en tanto no la complementen con una explotación comercial”. Y dispone que tales sujetos “deberán considerar como ganancias los rendimientos, rentas y enriquecimientos a que se refiere el apartado 1 del artículo 2do. de la ley ...”.

Que habida cuenta de que las sociedades civiles no son un responsable incluido en el art. 69 de la ley 20.628, de las normas precedentemente transcritas surge que los ingresos de esa clase de sociedades deben tributar de acuerdo con las previsiones del art. 2, apartado 2 y sus rentas computarse dentro de la tercera categoría. Sin embargo, ese principio encuentra excepción -en lo que resulta pertinente para el sub examine- en el supuesto en que tales rentas se originen en el “ejercicio de profesiones liberales u oficios y de funciones de albacea, síndico, mandatario, gestor de negocios, director de sociedades anónimas y fideicomisario” (inc. f del art. 79 de la ley 20.628), y en tanto esas actividades no se complementen con una explotación comercial (art. 49, último párrafo del citado ordenamiento).

De tal manera, y como con acierto lo entendieron las sentencias de las anteriores instancias, indica el Alto tribunal, **no basta que la actividad profesional desarrollada en los referidos entes tome forma de empresa para calificar las rentas como de tercera categoría, sino que para ello se requiere que tal actividad se complemente con una explotación comercial distinta de aquella.** Continúa diciendo que, en efecto, en primer término cabe recordar que -según conocida doctrina de esta Corte- cuando la ley emplea determinados términos y omite, en un caso concreto, hacer referencia a un aspecto, la regla más segura de interpretación es que esos términos no son superfluos, sino que su inclusión se ha realizado con algún propósito, por cuanto, en definitiva, el fin primordial del intérprete es dar pleno efecto a la voluntad del legislador (Fallos: 299:167; 321:2453, entre muchos otros). De tal manera, si el art. 49 in fine de la ley del tributo prescribe que “Cuando la actividad profesional u oficio a que se refiere el artículo 79 se complemente con una explotación comercial o viceversa (sanatorios, etcétera), el resultado total que se obtenga del conjunto de esas actividades se considerará como ganancia de la tercera categoría”, no puede entenderse que esa norma haya pretendido disponer la inclusión en la tercera categoría de las rentas provenientes del ejercicio de actividades profesionales desarrolladas a través de una organización empresaria pues, en ese caso, le

hubiese bastado al legislador, simplemente, omitir su mención, en tanto que resultan atribuible a la tercera categoría los resultados derivados de “empresas unipersonales ubicadas en [el país]” (art. 49 inc. b) y “las demás ganancias no incluidas en otras categorías” (art. 49 inc. e).

En suma, no puede sostenerse válidamente que el legislador utilizó la expresión “se complementen con una explotación comercial” pero que en realidad quiso decir “se realicen mediante una organización empresaria”. Por otra parte, no hay elementos que permitan aseverar que la mencionada norma se refiera únicamente a la actividad profesional realizada de manera individual y no a la desarrollada mediante una sociedad civil. En consecuencia, la organización como empresa no tiene incidencia decisiva respecto del encuadramiento impositivo de las rentas provenientes de la prestación de servicios profesionales y en efecto, en materia de interpretación de disposiciones legales no cabe presumir la inconsecuencia o falta de previsión del legislador, razón por la cual las normas deben ser entendidas evitando darles un sentido que ponga en pugna sus disposiciones, procurando adoptar como verdadero el que las concilie y deje a todas con valor y efecto (Fallos: 310:195; 312:1614 y 1849; 313:132 y 1149; 314:458; 315:727; 319:1131; 320:2701; 321:2453 y 324:1481, entre otros). De ahí que al utilizar la expresión “explotación comercial” que complementa la actividad profesional, lo que la ley ha pretendido es incluir dentro de la tercera categoría una realidad distinta de aquella en la que la organización como empresa únicamente tiene por objeto dotar de una mayor eficiencia al servicio profesional ordenando a tal fin los distintos recursos humanos y materiales. Lo expuesto se encuentra abonado por el ejemplo dado por el propio legislador en el texto de la norma para esclarecer su sentido.

En efecto, en el citado último párrafo del art. 49, tras hacer mención a la actividad profesional u oficio complementado con una explotación comercial o viceversa, el legislador menciona, entre paréntesis, a los “sanatorios”, respecto de los cuales puede advertirse con nitidez que la actividad profesional de los médicos se ve complementada con servicios comerciales de diversa naturaleza. Que en esa inteligencia, y en cuanto aquí interesa, cabe entender que las ganancias provenientes de los servicios prestados por estudios profesionales organizados como empresas o sociedades -siempre que no se trate de sociedades de capital- encuadran en la cuarta categoría de la ley del impuesto, excepto el caso en que la actividad profesional se complementa con una explotación comercial.

A modo de cierre

Con tal comprensión, el 2 de Septiembre de 2014, la Corte Suprema de Justicia de la Nación, con los magistrados (en mayoría) Lorenzetti, Fayt, Petracchi, Maqueda con la disidencia¹ de la Dra. Highton, indicaron en su sentencia que deben desestimarse los agravios del organismo recaudador pues las circunstancias fácticas a las que hace referencia -la cantidad de profesionales que actúan en la sociedad, la afectación de un patrimonio para llevar a cabo su cometido, las inversiones realizadas en equipamiento, la existencia de una estructura jerárquica dedicada a emplear recursos humanos y materiales para llevar adelante una actividad profesional con fines de lucro, el volumen de las operaciones facturadas, etc.- son demostrativas de la existencia de una organización empresaria, pero, como se expuso en los considerandos que anteceden, ello no es determinante para encuadrar a las rentas en la tercera categoría, pues a tal fin resulta necesaria la demostración de que el ente realiza una explotación comercial que complementa la referida actividad profesional y como lo han señalado los tribunales de las anteriores instancias no se han aportado pruebas que acrediten esa circunstancia. Por ello, se declara formalmente procedente el recurso extraordinario, y se confirma la sentencia apelada.

Bibliografía

Corte Suprema de Justicia de la Nación. 2 de Septiembre de 2014. “Recurso de hecho deducido por la demandada en la causa Paracha, Jorge Daniel c/DGI s/recurso”, Nro. Interno: P.234. Id SAIJ: FA14000137.

Ley 20.628. Impuesto a las ganancias (T.O: 1997)

¹ La ministra Elena Highton de Nolasco, se remitió a los fundamentos del dictamen de la Procuradora General la Dra. Gils Carbó quién avaló el criterio sostenido por la AFIP.

La foresto-industria: Cuenta pendiente productiva para Argentina¹

Lic. **Leandro Mora Alfonsín**², Profesor Adjunto de Cuentas Nacionales, Licenciatura en Economía.

El sector foresto-industrial en Argentina muestra un potencial real que, a pesar de la dotación de recursos forestales, maduración de capacidades productivas y oportunidades, no ha podido ser aprovechado en su justa dimensión. La cadena incluye actividades que van desde la silvicultura primaria a la industria del aserrado (eminentemente PyME, pero con cerca de 25 jugadores medianos y grandes), la fabricación de tableros de fibra y partículas (para muebles), tableros contrachapados (construcción instrumentos, musicales), muebles, celulosa, papel, cartón (embalaje y variedades) y más recientemente, energía en base a biomasa forestal, nanotecnología y biotecnología. Su plantación, extracción e industrialización es demandante de otras industrias y servicios complementarios en química, transporte, informática, ingeniería o diseño.

De un árbol puede nacer un mundo. La madera es un recurso renovable, reciclable y carbono neutral. Además de las oportunidades de mercado que presenta en sus usos productivos y comerciales, el uso de madera hace un aporte significativo a la agenda de mitigación del cambio climático. Los productos de base forestal mantienen capacidad de secuestro y almacenaje de CO₂, a pesar de primeras y segundas transformaciones de producto. Esto los posiciona, gracias a la tecnología disponible actualmente, como sustitutos de productos intensivos en carbono en numerosos segmentos, como la industria de la construcción o el embalaje, de amplia difusión en el comercio internacional.

El devenir que ha mostrado el sector es ejemplo y contraejemplo al mismo tiempo en la discusión de una matriz productiva para el desarrollo argentino. Es, por un lado, junto a otros sectores, ejemplo del potencial que las cadenas de valor con base en recursos naturales tienen para el desarrollo de regiones históricamente rezagadas del circuito económico nacional; de las posibilidades de agregación de valor y potencial de inserción en mercados internacionales; y, al mismo tiempo, de la capacidad de potenciar actividades económicas que puedan no solo desenvolverse de manera sostenible, sino que también pueden tener un impacto positivo en términos ambientales, como es el caso de la foresto-industria.

No obstante, la experiencia de la industria maderera en Argentina sirve de contraejemplo; como un testimonio de las oportunidades perdidas ante la falta de estrategia. Mientras los países de la región desde 2005 captaron inversiones foresto-industriales por casi USD 28.000 millones, la Argentina no registró ninguna nueva operación, lo que nos lleva a tratar de responder ¿Qué ocurre en países de similares características y en algunos casos menos dotados de recursos de base forestal para que se aprecien trayectorias tan disímiles? ¿Cómo empezar a cerrar la brecha en la que hemos quedado como vagón de cola en un marco donde las inversiones a la región seguirán llegando, al punto que se espera que América Latina lidere la producción de celulosa mundial hacia 2030?

En este devenir, Uruguay es el espejo que nos devuelve la imagen de lo que no fue y de donde se pueden aprender lecciones. Luego del rechazo social a la instalación de la papelera de la finesa Metsä Fibre (Botnia) en Entre Ríos y tras un conflicto diplomático entre ambos países rioplatenses cuando la empresa inversora optó por migrar la inversión a Uruguay, en 2007 la firma abrió su primera planta en Fray Bentos, dando inicio a la industria celulósico-papelera de escala uruguaya. Dos años después, la empresa Montes del Plata, un

¹ La presente columna es una adaptación del trabajo: Mora Alfonsín, Leandro (2023), "La foresto-industria en Argentina: Oportunidades, desafíos y líneas de acción para una estrategia productiva sectorial", documento elaborado para el Plan Argentina Productiva 2030, Ministerio de Economía.

² Se desempeñó como Director Nacional de Desarrollo Regional y Sectorial del Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación entre diciembre 2019 y septiembre 2022, previamente fue Director Ejecutivo de la Federación Argentina de la Industria Maderera y Afines (FAIMA), lugar desde el que formó parte del equipo de trabajo técnico que elaboró el Plan Estratégico Forestal y foresto-Industrial (PEFyFI) entre 2018 y 2019.

joint venture de las internacionales Arauco (Chile) y Stora-Enso (Suecia-Finlandia), inauguró una planta de celulosa de fibra corta en Conchillas, Departamento de Colonia. Y en 2023, Metsä Fibre abrirá una segunda planta en la localidad de Paso de los Toros; una inversión de USD 2.700 millones que generará 10.000 empleos estables. A menos de 20 años de su nacimiento, el sector celulósico-papelero uruguayo explica el 3% del PIB y exportaciones por USD 1.600 millones. Pasados 17 años del conflicto diplomático con Uruguay, ninguna auditoría indicó que la actividad de la planta Botnia en Fray Bentos opere de manera no sustentable en las costas del Río Uruguay.

La capacidad de producción de celulosa en Argentina se ha mantenido estable desde mediados de los 80's. Hacia 1990, el tamaño de la industria celulósica brasileña era 4,5 veces la argentina, mientras que la chilena se encontraba al mismo nivel y las uruguayas y paraguayas aún no estaban desarrolladas. Hoy la industria brasileña de celulosa es 20 veces el tamaño de la argentina, la de Chile es casi 6 veces más grande y la de Uruguay representa el triple. Sin contar las inversiones en marcha a inaugurarse en Brasil y las ya mencionadas en Uruguay. Ni la primera planta de celulosa paraguaya, Paracel (un joint venture paraguayo-sueco), que con una inversión de USD 3.600 millones pasará a producir 1,8 millones de toneladas de celulosa, utilizando en su primera fase un porcentaje de madera argentina no industrializada en nuestro país.

Los procesos de desarrollo de estos países integraron inversiones capital intensivas demandantes de altos volúmenes de materia prima como parte de estrategias de aprovechamiento integral del recurso maderero. En la Argentina, la falta de demanda industrial de escala hace que haya un excedente de 5 millones de m³ de madera anuales sobre una producción anual total de 20 millones de m³ que no tienen destino productivo. Solo con ese excedente podría estar funcionando una planta de celulosa de fibra larga (pino) con capacidad para producir 1 millón de tn/año de producto y exportar por USD 425 millones. Una planta de tales características consume 4 millones de m³ de materia prima, por lo que aún sobraría 1 millón de m³ de excedente.

A su vez, esta subutilización convive con un déficit comercial estructural del sector cercano a los USD 500 millones promedio en la última década, donde pesan con protagonismo papeles de embalaje a base de fibra larga importados de Brasil que podrían fabricarse en el país. Se da la paradoja de que sobra recurso de base forestal, pero se configuran incentivos para que se siembre por debajo de lo cosechado, dotando de incertidumbre la provisión de materia prima en el futuro si no aumenta la capacidad de procesamiento.

Sin embargo, es una trampa de la que se puede salir. Dimensionar esta comparativa y punto de partida nos permite apreciar dónde estamos parados en el devenir del desarrollo maderero industrial de la región hasta estos momentos. La cadena de valor foresto-industrial argentina cuenta con recursos y capacidades tanto para recuperar gran parte del terreno perdido como para ser un protagonista de peso en la matriz productiva argentina. El país cuenta con 1,3 millones de hectáreas de plantaciones forestales y casi 54 millones de hectáreas de bosques nativos, mientras que registra 3,7 millones de hectáreas en adición aptas para la forestación que no afectan ni compiten con bosques nativos conservados ni otros cultivos agroindustriales, permitiendo así extender la frontera forestada. Comparte con sus vecinos un bioma que privilegia la productividad forestal del suelo; en la Mesopotamia argentina los turnos de corte son un tercio en promedio con respecto a los países nórdicos. Y a la vez, cuenta con capacidades operativas de más de 60 años del segmento más capital-intensivo. La incidencia de la actividad foresto-industrial en el NEA y parte del NOA caracteriza al sector como un potencial dinamizador de dichas economías regionales, permitiendo pensar estrategias de crecimiento productivo en equilibrio territorial.

Al mismo tiempo, en los próximos años se mantendrá firme la demanda internacional de bienes de base forestal. La perspectiva general es de un crecimiento del 37% hacia 2050 de productos madereros en su equivalente en rollo, donde destacan un incremento proyectado del 102% de la demanda de tableros contrachapados (utilizados en la construcción y transporte internacional), 72 % de los tableros de fibra y partículas (insumos principales de la industria del mueble), 40% en la demanda de papel y cartón (con fuerte

protagonismo del papel para embalaje aplicado al comercio), 29% la madera aserrada y 5% la pulpa de base forestal. Estas magnitudes son particularmente importantes al tener en cuenta los plazos largos que manejan las operaciones foresto industriales, con extensiones de hasta 40 años.

Asia se posiciona como la principal demandante de productos de base forestal, en parte por la evolución de socioeconómica de su clase media, el incremento del comercio y la sofisticación de su demanda en el segmento papelerero, mueblero y de energía a base de madera y en parte por la escasez de bosques aprovechables que sufre en los últimos años y las consecuentes prohibiciones de tala que hacen insuficiente su provisión interna de recurso para la escala de su industria celulósico-papelera y mueblera. El dilema y desafío que se abre ante tan importante vector de demanda es cómo lograr vender productos con la mayor agregación de valor posible, evitando la primarización de la canasta exportable. La respuesta radica en valorizar la forestación local a través de mayor demanda industria de madera.

Al ser la mayoría de los segmentos de escala procesos integrados, los proyectos de inversión susceptibles de ser captados pueden desarrollar operaciones en distintos subsectores. Si Argentina lograra atraer inversiones por USD 7.000 millones hasta el 2030 (que en términos de proyectos equivale a 2 plantas grandes de celulosa de fibra corta o una de fibra corta, una de fibra larga y un proyecto integrado de celulosa y papel kraft), podría cuadruplicarse la capacidad productiva de madera para tablas y tableros, cuadruplicarse la producción de celulosa y hasta triplicarse la de papel y cartón, generando más de 61.000 empleos formales nuevos, exportaciones extra por más de USD 1.400 millones y una sustitución de importaciones cercana a los USD 500 millones, lo que transformaría en superávit la estructuralmente deficitaria balanza comercial sectorial.

Asimismo, y siguiendo una estrategia con un mercado objetivo de aprovechamiento integral del recurso forestal, se abren oportunidades en nuevos segmentos, menos desarrollados, pero con oportunidades amplias de crecimiento tanto en el mercado interno como externo. La energía a base de madera, la construcción con madera y las aplicaciones bioeconómicas (biorrefinerías y nanotecnología) de los subproductos de origen forestal.

La demanda mundial de biomasa a base de madera se proyecta en 44.000 millones de toneladas hacia 2060, un 158% de crecimiento respecto a 2017. Pese a los elevados costos de transporte de la energía en sí, se abren también oportunidades en la producción y comercialización fraccionada de pellets hacia las regiones más demandantes (Europa y Asia) en función de la estructura que compone su matriz energética.

La construcción con madera, por su parte, puede aportar soluciones a un problema estructural de la Argentina como el déficit habitacional. Actividad demandante de madera en menor escala pero mayor atomización y agregación de valor, es una oportunidad para los aserraderos PyME con capacidad de integrarse a proyectos deslocalizados o ganando escalas crecientes en virtud de la optimización de procesos. Su impacto en el empleo es significativo y tiene como externalidad por la naturaleza de su demanda incentivos a la formalización que otras actividades desarrolladas por aserraderos no tienen. Las ventajas de construir en madera se aprecian en la velocidad, costos, consumo energético y emisiones de carbono menores respecto al resto de los materiales de construcción.

Las aplicaciones que las biorrefinerías y la nanotecnología pueden lograr para los subproductos de los procesos foresto-industrial son amplias, con alcances a los sectores de alimentos, textiles, bioplásticos y, especialmente, en la industria química como sustitutos de materiales y compuestos. El punto focal en esta ventana de oportunidad se basa en la investigación y desarrollo sobre iniciativas, hoy piloto, que puedan tener aplicaciones comerciales a escala y nichos de mercado con salida exportadora.

La virtud de este potencial y estas oportunidades requiere de una política de Estado que trascienda períodos electorales y trace una estrategia para la cadena de valor foresto-industrial, ordenando prioridades. Con un primer objetivo central de orientación de esfuerzos a la atracción de inversiones de escala, lo que requiere la coordinación de tres elementos fundamentales: en primer lugar un orden macroeconómico y el acceso a financiamiento para la concreción de proyectos. En segundo término, la adecuación de un marco normativo que iguale las condiciones de competitividad respecto de los países de la región y facilite la adquisición de tierras para proyectos foresto-industriales extranjeros que requieran de forestación propia y tengan como destino exclusivo la explotación del misma, incluyendo mecanismos de excepción a Ley N° 26.737 de tierras rurales a través de la fijación de condiciones especiales según su uso específico de la tierra y de acuerdo a su vida útil.

Y en tercer lugar, un factor que excede lo meramente técnico, que es el trabajo sobre la licencia social; la concientización sobre los datos objetivos del impacto ambiental de la actividad foresto-industrial que, contrario al prejuicio que derivó en los conflictos ya descritos, tiene externalidades positivas en materia ambiental a través de mayor forestación, la fijación de carbono en los productos madereros y la capacidad de sustitución de productos no renovables que implica el desarrollo del potencial sectorial.

El desafío foresto-industrial argentino requiere el despliegue de líneas de acción público-privadas en materia de institucionalidad sectorial, financiamiento orientado estratégicamente, formación continua y capacitación, manejo forestal, certificación, estándares de calidad y sostenibilidad y ordenamiento territorial. La alta informalidad en el segmento PyME y las necesidades de mejorar el acervo tecnológico del stock de capital son elocuentes.

Volver ejemplo al contraejemplo es el desafío pendiente. Transitar el camino de la agregación de valor, aprovechando el recurso natural de forma inteligente y sostenible, optimizando oportunidades, invirtiendo en producir más y mejor. No existe estrategia que no requiera de un largo camino. Pero pueden capitalizarse victorias tempranas en la próxima década. Para lograrlo se requiere la decisión colectiva cuya ausencia supo frenarnos. La decisión colectiva de ir hacia el camino del desarrollo apostando por la producción nacional y el trabajo argentino. Tener industria es una decisión. Política. Y colectiva.

Costo y Valor

Cdora. Gisela Sánchez, Profesora Adjunta de Costos, Carrera de Contador Público.

Costos es el sacrificio o esfuerzo económico pasado o futuro, que surge de la determinación de los factores a consumir fruto de las decisiones tomadas para lograr los objetivos fijados. Tales como: reventa, producción, construcción, prestaciones de servicios, proyectos de inversión, control de gestión, toma de decisiones, etc.

La contabilidad de gestión determina, acumula, registra, expone y analiza la información contable para utilizar internamente por los responsables de tomar decisiones, planificar y controlar la gestión dentro de la empresa. Para dar cumplimiento a los objetivos, la contabilidad de costos trabaja al unísono con las técnicas o herramientas de gestión tomando decisiones a lo largo de toda la cadena de valor.

Esto último, nos permite aseverar que se consumen factores para un propósito relacionado a una decisión objetiva. Por lo que no existe un consumo de factores con un único fin, sino que está relacionado con cada decisión.

El costo de una decisión no determina el valor de un producto o servicio, ya que un producto similar producido por distintas compañías podrá tener similar valor de mercado y costos distintos sujetos a decisiones diferentes. En consecuencia, el costo es subjetivo, el costo es relativo y está determinado por las decisiones que tomamos.

Puesto que hablamos de agregar valor para los stakeholders (grupos de interés de la organización) dicho valor también es subjetivo y relativo. El valor depende de la perspectiva, el deseo y la suposición que el cliente interprete que ese bien o servicio le dará.

El consumo de factores nos permitirá costear los objetivos (productos, semielaborados, servicios, funciones, actividades, etc.) con la finalidad de emitir reportes para la toma de decisiones, tales como los resultados de la gestión, entre otros.

El costeo de las decisiones futuras, la planificación, brindarán información sobre el cumplimiento de las proyecciones formuladas.

Consecuentemente, el consumo de factores, su determinación, registración, exposición y el análisis de los resultados nos permitirán la generación de reportes para la toma de decisiones. Decisiones que maximicen los beneficios, decisiones que optimicen los recursos mejorando la eficiencia y la eficacia para el logro de las metas. Decisiones sobre las políticas de precios, financiación, mezcla de productos, etc.

Esfuerzos que alineen los costos con los objetivos empresariales para el corto y el largo plazo. Informes y análisis de costos vinculados con las herramientas o técnicas de gestión, tales como la mejora continua, la filosofía JIT, el outsourcing, la reingeniería de procesos y el benchmarking, vinculadas con la reducción de costos alineada a la estrategia empresarial. Estudios del ciclo de vida del producto a través del costeo objetivo. Costos medioambientales para reducir la huella ecológica.

Todas estas herramientas de gestión favorecen la reducción de costos y consumo de factores escasos logrando una mayor productividad, eficiencia y eficacia.

Dichos recursos están agrupados como:

- Factores de comportamiento fijos estructurales, como la amortización de bienes de uso por método lineal (representación del desgaste del bien por el transcurso del tiempo) o como el alquiler de un inmueble.
- Factores de comportamiento fijos operativos, como la mano de obra directa o indirecta.
- Factores de comportamiento variable, sensibles al nivel de actividad o ventas como los bienes materiales intermedios.
- Factores de capital intelectual, el know how vinculado con el conocimiento y la capacidad especializada en determinados rubros. Así como también, la profesionalización, experiencia de los recursos humanos que conforman la organización. La capacidad de innovación y el uso y desarrollo de la tecnología conforman el conocimiento que hace al capital intelectual, activo intangible de las organizaciones y ventaja competitiva más difícil de copiar por la competencia.

-Factores naturales, vinculados con el medio ambiente, con un equilibrio entre las perspectivas económicas y el uso de estos recursos naturales. Comprendiendo a la organización como un actor inserto en una sociedad y en un medio ambiente donde debe asegurar la calidad de vida de dicha sociedad y la conservación del medio ambiente para las generaciones futuras además del fin de lucro.

-Factores financieros, recursos de capital. Vinculado con la inversión en bienes de capital y capital de trabajo.

-El factor tiempo, como unidad de medida de la eficiencia.

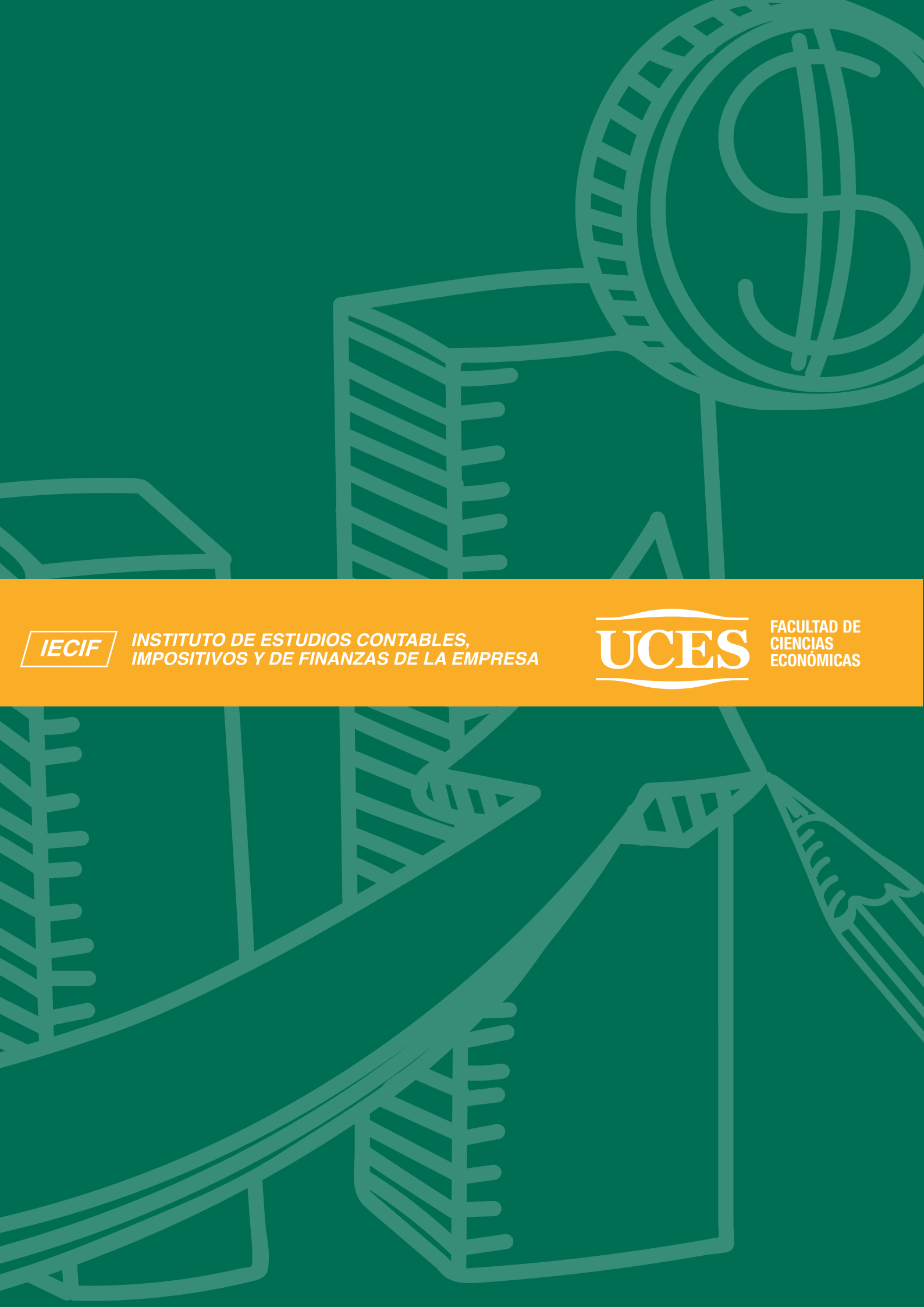
Las decisiones que tomemos sobre dichos factores buscando la eficacia, la eficiencia y la productividad nos ayudan a controlar y reducir el consumo de estos.

Si bien como mencionamos anteriormente, el costo es subjetivo y relativo como así también lo es el valor de un bien, necesitamos gestionarlo para cada decisión que tomemos reduciendo el consumo de recursos, agregando valor a lo largo de toda la cadena, haciendo un aporte a la sociedad en la que estamos inmersos y reduciendo la huella ecológica.

Tendremos tantos costos como decisiones tomemos a lo largo de nuestras vidas y depende de nosotros, los especialistas en costos, gestionarlos de manera efectiva.

Bibliografía:

Gimenez, Carlos Manuel (2006). *Decisiones en la Gestión de costos para crear valor*. Buenos Aires, Editorial Errepar



IECIF

**INSTITUTO DE ESTUDIOS CONTABLES,
IMPOSITIVOS Y DE FINANZAS DE LA EMPRESA**

UCES

**FACULTAD DE
CIENCIAS
ECONÓMICAS**