



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Decisiones de inversión en la empresa privada: Argentina

Krasuk, Jorge L.

1968

Cita APA:

Krasuk, J. (1968). Decisiones de inversión en la empresa privada, Argentina.
Buenos Aires: s.e.

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col. 1501
977

Invaluable
Recuerdos
Provincia Facultad

Universidad de Buenos Aires

Cátedra de Organización y Administración General

(121)

Trabajo de Tesis Doctoral sobre el tema:

"Decisiones de Inversión en la empresa privada: ARGENTINA"

presentado por el alumno:

Jorge Leopoldo Krausk

(Plan D)

para optar al grado

de Doctor en Ciencias Económicas

Fecha de presentación: 3 de diciembre de 1968

Profesor: Dr. Vicente L. Ferrel

Número de Registro: 16624 L.U. 8589

Domicilio: Canning 2810 Piso 5to. "B" T.E. 72-4212

(1968, 2do. Cuatrimestre)

CATALOGADO

S U M A R I O

	Pág.
Introducción	2
Capítulo I: Concepto, características y clasificación de las inversiones	6
Capítulo II: El criterio del estado financiero o contable	21
Capítulo III: Criterios basados en los ingresos de fondos	32
A) El criterio del período de reintegro	
B) El criterio del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión.	
C) El criterio del promedio de ingresos netos anuales en relación con la inversión	
Capítulo IV: Criterios basados en los ingresos de fondos y en el valor-tiempo del dinero - El criterio de la tasa interna de rendimiento del proyecto.	47
Capítulo V: Criterios basados en los ingresos de fondos y el valor-tiempo del dinero- El criterio del valor actual neto (o de la tasa externa de interés)	73
Capítulo VI: Factores que afectan a las decisiones de inversión en general	98
Capítulo VII: Factores que distorsionan o traban el proceso de realización de inversiones en la Argentina.	116
Capítulo VIII: De ciertos aspectos legales e impositivos que influyen sobre las decisiones de inversión en la Argentina.	139
Capítulo IX: Conclusiones	160
Apéndice al capítulo VIII: Disposiciones legales en la Argentina	169
Bibliografía	229
Índice General	233

INTRODUCCION

1. OBJETIVOS

El presente estudio tiene por objeto examinar los criterios microeconómicos de decisión de inversiones aplicables por las empresas privadas, y los diversos factores que en nuestro país (dadas sus condiciones socio-económico-culturales) afectan a la utilización de esos criterios, desarrollados por la teoría económica, y aplicados por empresas de otros países, con economías más estables, y una conciencia y educación administrativa de sus dirigentes, más avanzada.

Se analizan aquí los criterios microeconómicos de inversión, con los fines siguientes:

- 1) En el orden cuantitativo, considerar los diversos criterios fundamentales de estimación de la rentabilidad, y determinar cuál de ellos, es, en nuestra opinión, el más completo, y debiera ser aplicado -en el orden privado- con preferencia a los demás.
- 2) Analizar críticamente los criterios de inversión privados a fin de encontrar sus aspectos más débiles.
- 3) Considerar qué factores de orden cualitativo tienen fundamental importancia práctica en las decisiones de inversión de las empresas privadas, en especial, con referencia a la Argentina.

En este trabajo no se tratarán los criterios de inversión relativos a la economía global del país. Sin embargo -y continuando con este mismo tema- en un futuro trabajo se espera analizar los criterios macroeconómicos de inversión, aplicables a la economía global.

2. IMPORTANCIA DEL TEMA

Hace ya varias décadas F.H. Knight decía que las decisiones de inversión representan "un ejercicio del juzgar de tipo más elevado que se requiere en el mundo de los negocios" (1).

(1) F.H. Knight: "Riesgo, incertidumbre y beneficio". Madrid, Aguilar, 1947, pág. 291.

Los grandes riesgos y la creciente envergadura de los problemas inherentes a inversiones cada día más cuantiosas y tecnológicamente avanzadas, requieren la existencia de directivos capacitados. Precisamente en relación con esto, consideramos que una de las funciones más importantes de dichos directivos, es la planificación y control de las inversiones, a fin de maximizar el rendimiento en forma consistente con un adecuado equilibrio financiero.

La eficacia y permanencia de las empresas en cualquier mercado depende, en gran medida, de como se haya efectuado inicialmente la evaluación económica de la inversión al momento en que se pensó en llevar a cabo las operaciones, o en que se trató de expandir, reemplazar o diversificar las inversiones existentes.

Por otra parte, " si pensamos un momento sobre la importancia decisiva que una bien o mal planeada política (y realización) de inversiones tiene o puede llegar a tener sobre la vida misma de un ente privado o nacional, no será difícil concluir que vale la pena dedicar profunda atención a la materia". (2)

La importancia del tema para la dirección de empresas en la Argentina, queda evidenciada si se considera que la mayor parte de la inversión en el país, es efectuada por el sector privado (aproximadamente el 80% de la inversión bruta fija total). (3)

Es de prever que cuanto más se afinen los criterios de análisis tendientes a adoptar decisiones sanas de inversión - que tendrán impacto a largo plazo - tanto más se ayudará a crear empresas constituidas sobre bases más sólidas.

(2) Techint: Boletín Informativo N° 158 - Marzo - Abril 1967: "Las inversiones de Capital", por el Ing. Eduardo Guillermo Cuesta.

(3) Ver "Plan Nacional de Desarrollo", CONADE, 1965.

Es necesario reconocer que el mundo real impone grandes limitaciones al conocimiento que los empresarios pueden tener de (1) las condiciones actuales del mercado y (2) los cambios que se pueden producir en el futuro. No obstante, pensamos que en las próximas décadas los empresarios y los directivos de empresas tendrán -con el perfeccionamiento tecnológico y estadístico- un mejor conocimiento del "ambiente" o mercado donde actúen y asimismo, un mayor deseo y habilidad para usar técnicas o criterios más perfeccionados para resolver problemas de inversión.

En las obras en inglés relativas a economía de empresas, es éste uno de los temas a los que se les ha prestado mayor atención en los últimos años. El avance que se ha operado últimamente en este campo, se debe, en gran medida -entre otros- a los trabajos de Joel Dean (4), quien puntualizó las deficiencias de los procedimientos de planeación -presupuestación- de las inversiones de capital, aplicados por los empresarios y directivos, y proveyó a éstos de un enfoque alternativo basado en la teoría económica de la inversión (5).

Las obras que han venido tratando este tema, hasta el presente lo han hecho -creemos- con referencia a economías estables, sin tomar en consideración aspectos tan importantes como la inflación interna, la devaluación monetaria externa, los riesgos políticos, etc., característicos de gran parte de los países en desarrollo.

El presente estudio está orientado a analizar también, en consecuencia, la

-
- (4) Con su libro "Capital Budgeting", Columbia University Press, New York, 1951. Muchos de los conceptos de este libro se incluyen en su obra "Managerial Economics", Prentice Hall, Inc., 1951. En castellano: "Economía para Directores de Empresa", Editorial Omeba. Bs.As. 1960.
- (5) Ver H. Martín-Weingartner, "Mathematical Programming and the analysis of Capital Budgeting Problems". The Ford Foundation. Doctoral Dissertation Series. 1962. Award winner.

influencia que ciertos factores propios de países como la Argentina, en que prevalecen altos coeficientes de inflación, devaluación monetaria externa, alta incertidumbre y riesgo político, tienen sobre las decisiones de inversión, al ser tomados en cuenta por las empresas al evaluar cada uno de los proyectos.

3. ESQUEMA DE LA OBRA

Este trabajo se halla dividido en dos partes. En la primera, titulada "Criterios cuantitativos de inversión en la empresa" se tratan los diversos criterios fundamentales que se utilizan o pueden utilizarse para evaluar cuantitativamente la "bondad" de una inversión, analizando críticamente cada uno de ellos, sus ventajas y desventajas comparativas.

En la segunda parte, titulada "Aspectos cualitativos de las decisiones de inversión en la empresa", se tratan ciertos aspectos de orden cualitativo de las decisiones de inversión y, además, otros que son característicos de los países que -como el nuestro- atraviesan por serios problemas de orden monetario, incertidumbre, etc., que, naturalmente, afectan fuertemente a dichas decisiones.

Quisiera destacar muy especialmente que los criterios y conceptos que aquí se analizan se refieren específicamente a la planificación de las inversiones futuras y no a la medición del rendimiento pasado de la inversión, una vez que ésta ha sido efectuada y los resultados han acaecido. Esta diferenciación es fundamental. Así, en la época de la planificación de las inversiones, los resultados esperados y la inversión proyectada son meras expectativas, y en consecuencia, cada posible curso de acción tiene una distinta probabilidad de ocurrencia que afecta la decisión. En consecuencia, podrá ocurrir que ciertos criterios sean recomendados a fin de ayudar a evaluar las propuestas de inversión y sin embargo no sean los más indicados para medir comparativamente el rendimiento pasado o histórico de estas.

C A P I T U L O I

CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES

1. Concepto y significado de la inversión

Evaluar un proyecto desde el punto de vista económico significa estimar su inversión y sus ventajas económicas a fin de determinar si éstas son como mínimo equivalentes a las que pueden lograrse con otros tipos de inversión.

La palabra inversión tiene diversas acepciones, dependiendo cada una de ellas del objetivo que persiga el análisis que se efectúa. Cuando aquí hablamos de inversión nos referimos a todo desembolso -en efectivo o no (1)- que se efectúa por la empresa para lograr una utilidad o renta futura, sujeta a riesgos de diverso grado. Es decir que en este trabajo el marco de análisis es amplio, dado que no se excluyen -como ocurre cuando se considera la inversión bruta den un país- los desembolsos que no implican "valor agregado". En consecuencia, a los efectos de nuestro análisis, se considera inversión por parte de la empresa, tanto la compra de bienes de uso, como la de bienes de cambio y títulos, el aumento del monto de cuentas a cobrar, los pagos anticipados, etc. (2).

(1) Decimos "o no", ya que hay veces -y no pocas- en que no se efectúan desembolsos en efectivo pero sí se utilizan o afectan a un proyecto ciertos bienes o servicios que ya existían. En este caso, si bien no se realiza desembolso alguno, se impide la utilización de esos bienes o servicios para otros fines, engendrándose así un "costo de oportunidad". ¿ Tiene que ser considerado o no inversión este costo de oportunidad? Y en caso afirmativo, a qué precio debe ser computado? Entre los autores y entre las empresas mismas no hay acuerdo al respecto. Analizaremos esto más adelante.

(2) Desde el punto de vista de la economía de un país, hay quienes -aplicando un criterio sumamente restringido- consideran inversión de capital sólo aquella que se hace en activos fijos reproducibles, como la construcción y los equipos, con exclusión de los bienes de consumo durables. Kuznets, con criterio más amplio, considera que hay que incluir los stocks de mercaderías. Hay otros autores, como Goldsmith, que entieneden que deben incluirse los bienes de consumo durables (automóviles, máquinas de lavar y hasta vestimenta). Aplicando un criterio mucho más amplio aún, el concepto incluiría la tierra.

Resulta obvio destacar la importancia que para cualquier país tienen las inversiones de capital. Puede decirse sin exageración alguna, que la inversión es una de las bases más importantes del crecimiento económico y mejoramiento progresivo del standard de vida de una comunidad.

Desde el punto de vista de la empresa, la elección acertada de las inversiones es trascendental para su supervivencia, y ésta, a su vez, es esencial para la obtención de utilidades. Como señalan C.F. Carter y B.R. Williams, en el mundo de la posguerra, el reemplazar instalaciones y máquinas - frecuentemente con muchas horas de vida todavía por delante - por tipos nuevos que ahorrarán mano de obra es simplemente una condición inexcusable de la supervivencia (3).

Sea que el inversor fuere un individuo o una empresa, el problema fundamental de toda inversión privada radica en: 1) las utilidades esperadas, y 2) la incertidumbre correspondiente.

En este trabajo no contemplamos las decisiones de inversión privadas desde el punto de vista de un individuo, sino al nivel de la Dirección de la Empresa. Consideramos que entre ambos tipos de análisis, el correspondiente a las inversiones que se efectúan por parte de las empresas es el de mayor importancia, por cuanto en las últimas décadas, y especialmente después de la Segunda Guerra Mundial, las inversiones se hallan caracterizadas por una serie de factores que las diferencian sustancialmente de las realizadas en períodos anteriores, y que, a título enunciativo, son los siguientes: a) la creciente magnitud de cada inversión; b) el grandor de las empresas; c) la creciente tecnología incorporada a las inversiones; y d) el mejoramiento de los actos de decisión.

Los tres factores mencionados en primer término, reflejan la existencia de mayores riesgos en un mundo sujeto a continuos y vertiginosos cambios, mientras que el último representa el avance operado en los procesos decisionales. A continuación analizaremos cada uno de estos factores.

(3) C.F. Carter y B.R. Williams: "Investment in innovation". Traducido al castellano como "Invertir para Innovar". Edic. EIALP, Madrid, 1962. pág. 64.

2. Características de las inversiones actuales.

Los factores que caracterizan más significativamente las decisiones de inversión en las últimas décadas, y muy especialmente en los últimos años son los siguientes.

a) Los requerimientos financieros de las inversiones son cada vez de mayor magnitud.

Este es un hecho que tiene gran importancia desde el punto de vista de las posibilidades de competencia en un mercado. En efecto, la gran magnitud de una inversión en una moderna planta industrial representa a menudo, para una pequeña o mediana empresa, un factor disuasivo para no realizarla, quedando frecuentemente sólo las grandes empresas facultadas para llevarla a cabo. Además, no sólo es muy grande el costo del activo fijo. Los gastos iniciales en concepto de publicidad, promoción de ventas y otros similares requieren una importante inversión adicional.

Se trata, como se ve, de un problema de posibilidades financieras de realización que, lógicamente, afecta fuertemente a las decisiones, al implicar una restricción fundamental para las empresas pequeñas y medianas, derivada de la misma naturaleza de la inversión. Los altos montos de inversión se hacen presentes actualmente en casi todas las ramas industriales, existiendo ciertos sectores en los que este fenómeno se manifiesta con mayor fuerza, como en el caso de la industria siderúrgica, del rayón, petróleo, petroquímica, etc. La industria siderúrgica es uno de los sectores que muestra una relación "capital-producto" más elevada, o sea que la inversión por unidad producida es muy alta (4).

(4) - Esta causa y los serios problemas técnicos que se presentan al establecer esta industria, han hecho que las plantas existentes hayan sido proyectadas con gran cautela y con miras a satisfacer sólo el mercado interno.

Un caso altamente significativo es el de la producción de energía atómica con fines pacíficos en los E.E.U.U. donde, debido a los fantásticos montos de inversión requeridos, su producción no es todavía comercialmente rentable sin la ayuda del gobierno de este país. (5)

El monto de la inversión tiene también importancia desde otro punto de vista: el de considerar si tiene sentido que la empresa se ocupe en ciertas ocasiones de un proyecto que tiene un alto rendimiento pero cuyo monto de inversión es sumamente reducido. Así, por ejemplo, en algunas compañías importantes, un producto nuevo que requiera, digamos, menos del 0,5% del activo real de la sociedad no merece "ni el tiempo ni la pena hablar de él", incluso aunque el rendimiento previsto sea muy grande; y por otra parte, se considera que las inversiones anuales superiores a cierta suma -digamos el 10% del activo- exceden de la capacidad de la empresa. (6)

Esto no significa que en todos los casos sea necesaria o ventajosa la producción en gran escala en una planta única. En los casos de producción fluctuante o sujeta a fuertes variaciones estacionales o cíclicas, resulta más económica, generalmente, una menor unidad productiva. Es por esta razón que actualmente existen grandes empresas que operan con varias (o muchas) plantas relativamente pequeñas o medianas, bajo una dirección general única grande. De esta manera en los períodos estacionales o cíclicos de baja producción, la gran empresa puede concentrar su actividad en pocas plantas, dejando inactivas a las restantes. (7)

(5) - Ver al respecto el libro de Paul A. Samuelson: Economics. An Introductory analysis. Mc. Graw-Hill Book Co. Capítulo 35, titulado "Economics of Technology".

(6) - G.F. Carter y B.R. Williams: "Investment in Innovation". Traducido al castellano como "Invertir para Innovar", Edic. RILEP, Madrid 1962.

(7) - Ver E.A.G. Robinson: "La dimensión óptima de la empresa", pág. 73 Editorial El Ateneo, Buenos Aires, 1957.

b) Las empresas son cada vez más grandes

En concordancia con el incremento progresivo del grandor de las inversiones y a través del proceso de acumulación de ganancias y de nuevas suscripciones de capital, la empresa moderna tipo experimentó un extraordinario aumento de tamaño. Además, dicho aumento se ha visto apoyado por un importante factor catalizador: la concentración del capital por medio de las fusiones entre empresas de la misma o distinta rama.

Como muy inteligentemente lo señala E.A.G. Robinson en su excelente libro "La dimensión óptima de la empresa" (8), "en primer lugar.... habrá ventajas para aquellas empresas que dentro de su industria individual lleguen a ser tan grandes que gocen de una posición de monopolio. Puede convenirle a una empresa crecer hasta alcanzar una dimensión mayor de la que le aseguraría la máxima eficiencia si mediante esa expansión puede asegurarse ganancias de monopolio que excedan, como lo harán casi con seguridad, a las pérdidas debidas a una excesiva magnitud".

Un ejemplo de esto lo tenemos en la industria automovilística brasileña que fue creada en 1956 con una capacidad muy superior a las necesidades del mercado nacional, y suponiendo un aumento de la demanda superior al 10% anual. En 1957 el aprovechamiento de las instalaciones era inferior al 25% de la capacidad de producción correspondiente a un turno de trabajo (9).

Este proceso que comentamos ha tenido su mayor desarrollo en los E.E.U.U. y en algunos países industrializados de Europa, en los que se ha tratado de elevar al máximo la economía de la gran planta industrial. En países como la Argentina

(8) - E.A. Robinson: "La dimensión óptima de la empresa", Editorial Ateneo, Buenos Aires, 1957, página 70.

(9) - "Problemas y perspectivas del Desarrollo Industrial Latinoamericano". Secretaría de la CEPAL, Pág. 32. 1963.

este fenómeno es mucho más reciente -últimos veinte años aproximadamente- manifestándose, en consecuencia, con menor intensidad y en un más reducido número de casos.

Considero que en nuestro país se ha tendido fundamentalmente al perfeccionamiento de la planta pequeña o mediana. Al respecto, tal como se analizará más adelante, pensamos que factores tales como la reducida dimensión del mercado, la alta incertidumbre, las reiteradas devaluaciones monetarias externas o internas, el consiguientemente disminuído poder adquisitivo de gran parte de la población del país, etc., han influído decisivamente en la limitación del aumento de tamaño de la mayor parte de las empresas argentinas. Sin embargo, deseamos dejar aclarado que esto de ninguna manera implica negar el fenómeno, sino simplemente reconocer una restricción importante a su avance en nuestro país, hasta ahora. Es razonable suponer que en el curso de los próximos años, el fenómeno que comentamos se irá haciendo notar cada vez con mayor evidencia en la Argentina.

También resulta de alto interés destacar la decisiva importancia que una suficiente dimensión de la empresa tiene para estar al día con el progreso de la ciencia y de la técnica. Según Aurelio Peccei, la suficiente dimensión "se ha convertido hoy en día en una condición esencial para obtener una organización adecuada al vertiginoso progreso moderno. Hay algunas manifestaciones de la actividad humana que actualmente no pueden ser conseguidas sino en el plano continental. Cuando decimos que los E.E.U.U. y la URSS son superpotencias, admitimos que solamente con sus gigantescas dimensiones es posible la concentración de esfuerzos requeridos en determinados campos.

.....Como es notorio, el problema de la dimensión obsesio a a la industria europea.

Una recientísima publicación de la unión de las Industrias de la Comunidad Europea (UNICE) ha sido integralmente dedicada a tan candente tema, evidenciando las ventajas competitivas que las empresas americanas tienen sobre las europeas en virtud de sus mayores dimensiones: beneficios más elevados, capital propio más abundante, acceso menos costoso al capital externo, superioridad en la investigación, posibilidades de producción empleando costosas maquinarias fuertemente automatizadas,

posibilidad de adoptar estrategias de desarrollo y técnicas de gestión más avanzadas, de organizar redes comerciales y asistenciales más eficientes, etc. También la dimensión debe ser a escala de la época moderna ya que ella funciona como multiplicador, tanto es así que, para superar su situación de inferioridad, los industriales europeos, aún aquellos que todavía ayer rechazaban la idea de una Europa unida, hoy la reclaman vivamente como una necesidad esencial para sobrevivir el régimen de competencia". (10)

Un ejemplo concreto de esto es el reciente acuerdo entre las firmas francesas Regie National des Usines Renault y Société Industrielle et Commerciale des Automobiles Peugeot, que se halla incluido dentro del movimiento de concentración de los grandes grupos industriales franceses, apoyados por el gobierno de ese país. El objetivo fundamental de esta unión fue el de que las dos fábricas pudieran reforzar su posición internacional. (11)

c) Las inversiones de capital incorporan cada vez mayor tecnología y generan más rápida obsolescencia.

Los últimos veinte años se caracterizan por el desarrollo de una alta tecnología, aplicada con vertiginosidad cada día mayor. En países muy avanzados técnicamente, "se ha pasado ya la etapa en que los aumentos posteriores de productividad dependen ante todo de los nuevos aumentos en la proporción ya elevada de capital a mano de obra. El proceso técnico depende ahora del mejoramiento de la calidad del capital y de la fuerza de trabajo". (12)

(10) - Dr. Aurelio Peccei, Director Ejecutivo de FIAT S.P.A. de Turín, delegado de FIAT, para América Latina, presidente de FIAT Concord S.A. y C. administrador delegado de Olivetti, de Ivrea, Italia. "El desafío de la década del 70 al mundo de hoy" Conferencia pronunciada en la Escuela Nacional de Guerra, el 27.9.1965. Citado por Revista Análisis, N° 20 del 18.10.1965.

(11) - La Nación, Abril de 1966.

(12) - H. Simon: "El proceso de decidir tomado como recurso económico". Publicado en "Nuevos Horizontes de Progreso Económico". Editor. NORMA, 1966.

Los adelantos científicos tienen una gran influencia sobre las oportunidades de realizar inversiones y resulta altamente probable que aquellas empresas que no sepan aprovechar esas oportunidades lleguen, tarde o temprano, a experimentar fuertes pérdidas y se dirijan hacia la quiebra. En la empresa moderna los científicos y técnicos actúan mediante sus investigaciones y descubrimientos como un fuerte factor de presión interna para la realización de inversiones.

La alta tecnología genera una creciente obsolescencia que, a su vez, crea una progresiva incertidumbre en cuanto al futuro de las inversiones que se realizan.

Este encadenamiento de fenómenos técnico-económicos (tecnología-obsolescencia-incertidumbre) dá lugar a que se acreciente continuamente el deseo de una rápida recuperación de la inversión, lo que, naturalmente, afecta la decisión de invertir, dando lugar frecuentemente a la asignación de recursos a proyectos que tienen previsto un rápido proceso de reintegro. Este problema lo analizaremos detalladamente más adelante.

Uno de los campos en los que estos hechos se manifiestan en forma más intensa es en el de la automatización.

El concepto de la realimentación es en sí sencillo. Pero sus posibilidades son realmente extraordinarias cuando se une a la posibilidad de controlar procesos a distancia con un reducido esfuerzo, mediante la simple opresión de un botón que pone en movimiento miles de caballos de fuerza. Además continuamente y con ritmo creciente se inventan y ponen en práctica máquinas que gozan de extraordinarias posibilidades de velocidad, memoria y sensibilidad a la luz o al tacto que torna obsoletas y anti-económicas a otras con escasos años de uso.

Resulta de sumo interés, y hasta cierto punto increíble un hecho acontecido recientemente en el más alto nivel de dirección de dos importantes empresas dedicadas a la producción y comercialización de máquinas computadoras, como consecuencia de un adelanto tecnológico revolucionario llevado a cabo por otra empresa de la misma rama. En efecto, "súbitamente, los presidentes de dos importantes empresas mundiales dedicadas a la fabricación de computadoras presentaron sus renuncias irrevocables. Y en los respectivos departamentos de Planeamiento y Técnica se registró también una polvareda de "reajustes". ¿Qué ha ocurrido para que las famosas British International Computers and Tabulators, o ICT, y la American International Business Machines, o IBM, se hayan sentido tan afectadas? Sencillamente que una compañía las ha sumido en la más negra inseguridad comercial merced a unos nuevos elementos llamados microcircuitos que tienen el tamaño de una cabeza de alfiler. Técnicamente, los microcircuitos, significan con respecto a los transistores la misma revolución que éstos fueron con relación a las válvulas. Y no es que los dos titanes - ICT e IBM - desconozcan la microelectrónica, sino que no habían previsto el lanzamiento de los nuevos modelos para estos momentos, mientras seguían efectuando trabajos experimentales en sus laboratorios. Y así, cuando los dos colosos mundiales lanzaban, el año pasado, una nueva serie perfeccionada de computadoras a transistores, con la inversión fabulosa que ello significa, una empresa de menores proporciones, la English Electric, lanzaba este año al mercado la tercera generación de computadoras con microcircuitos, que significa máquinas más pequeñas, más económicas, más precisas y, en suma, más perfectas". Revista Análisis: "Guerra entre computadoras", 18/10/1965.

Es evidente que todo esto hace que la empresa se preocupe "de ampararse contra los riesgos considerables de no poder recuperar lo invertido en tales equipos, asegurándose en ciertos mercados, una salida que continúe por un considerable período de tiempo, sea mediante avisos, por la creación de un buen nombre y hasta concluyendo acuerdos con otras empresas o consiguiendo algún tipo de protección aduanera, o bien obteniendo poder monopolístico suficiente o logrando un entendimiento con sus rivales que baste para ejercer alguna influencia sobre el período de producción de un artículo standard. Apenas hará falta decir que estas preocupaciones de la empresa no siempre concuerdan con el interés público" (13).

d) Las inversiones determinan una productividad cada vez mayor

Permanentemente se lanzan al mercado productos más evolucionados que permitan lograr una mayor productividad. Al respecto, es de destacar la importancia que el aumento de la productividad de las inversiones ha tenido en el Mercado Común Europeo en los últimos años. La Comunidad Europea ha tenido desde 1958 un incremento al tanto progresivo de su producción y del nivel de vida de su población. Según un reciente informe (14), de 1958 a 1965 el producto bruto de la Comunidad aumentó en términos reales en un 44%, el de los E.U. en un 35% y el del Reino Unido en un 29%, considerándose que esa rápida expansión se debe fundamentalmente a los importantes progresos de la productividad. Durante el período 1960-65 el aumento de ésta ha sido mayor en Alemania, Francia e Italia: alrededor del 4,5% anual. A su vez cabe aclarar que la mayor productividad se debe principalmente a: a) inversiones realizadas en diversos sectores de actividad, que aumentan el grado de mecanización de la industria, y b) el desplazamiento de la población activa a los sectores de productividad más elevada.

(13) - E.A.G. Robinson: Op. Cit. pág. 129.

(14) - Se trata del informe anual del vicepresidente de la Comisión del Mercado Común Europeo, Sr. Robert Marjolin, al Parlamento Europeo.

e) El mejoramiento de los actos de decisión y, en particular, los relacionados con las inversiones

Las altas velocidades alcanzadas en el procesamiento de datos, la consecuente mayor y mejor información proveniente de fuentes oficiales y privadas -especialmente después de la gran crisis de 1929/33-, el gran avance de la teoría económica, particularmente en lo que concierne al diseño de "modelos económicos" y a los criterios de asignación de recursos, etc., han venido teniendo un creciente efecto positivo sobre el mejoramiento de la calidad de las decisiones de inversión. Además, los estudios efectuados en torno al problema del desarrollo económico han dado lugar a la aparición de nuevos criterios, tanto para la selección de proyectos de carácter público, como privados, en cuanto estos últimos requieran el apoyo financiero de organismos financieros internacionales.

3. Clasificación de las inversiones

Antes de entrar a analizar los distintos criterios para evaluar inversiones es importante hacer algunas consideraciones con respecto a los proyectos alternativos y su clasificación.

Cuando en este trabajo se habla de la evaluación económica de las inversiones, nos referimos básicamente a proyectos: 1) cuyos desembolsos e ingresos potenciales pueden medirse, en alto grado, en términos de "flujo de fondos"; 2) que son de tal magnitud e importancia para las empresas, que requieren un cuidadoso estudio de su rentabilidad.

La evaluación comienza con la preparación de un conjunto de posibles proyectos alternativos. En este detalle deben incluirse todos los proyectos en los que se hubiese pensado y que tengan buenas posibilidades de ser finalmente seleccionados.

El proceso de evaluación se torna más fácil y eficiente cuando los proyectos se presentan clasificados sobre la base de su interdependencia. De no tenerse esto en cuenta, se puede dar lugar a la aprobación de proyectos que, por depender de otros u otros, más tarde requieren inversiones adicionales, no previstas oportunamente.

Si bien se han propuesto diversas clasificaciones de los proyectos de inversión (como por ejemplo, "producto nuevo", "expansión", "de ahorro", "necesarias",

"estratégicas", "de seguridad", etc., a los fines de nuestro análisis, consideramos conveniente clasificarlas en (15):

a) Inversiones independientes, y b) Inversiones dependientes. Consideramos que esta clasificación es importante para el caso de que un proyecto sea dependiente de otro, y especialmente si el primero tiene un alto rendimiento y el segundo no.

a) Inversiones Independientes

Dados dos proyectos A y B diremos que A es independiente de B si los beneficios e ingresos esperados de A se supone serán los mismos, ya sea que B se lleve o no a cabo. En consecuencia, las condiciones a reunir por el proyecto A para ser independiente de B son las siguientes:

1. En cuanto al aspecto técnico: El proyecto A debe poder llevarse a cabo técnicamente, con prescindencia de si B se aprueba o no.
2. En cuanto al rendimiento económico: Los beneficios e ingresos de A no deben ser afectados si B es o no aceptado.

A los fines de la selección de los proyectos, éstas son las únicas condiciones requeridas para que se considere que un proyecto es independiente de otro. Si bien la falta de fondos puede obligar a aprobar sólo uno de los proyectos, éste no es un factor útil que nos permita determinar la independencia o dependencia de un proyecto respecto de otro, ya que siendo los fondos frecuentemente escasos, resultaría que todos los proyectos serían dependientes.

b) Inversiones dependientes

Decimos que una inversión A es dependiente de otra B cuando, de llevarse a cabo B, se modifican de alguna manera los ingresos netos de A. Yendo de un extremo de alta dependencia a otro de mutua exclusión, pueden distinguirse los siguientes casos:

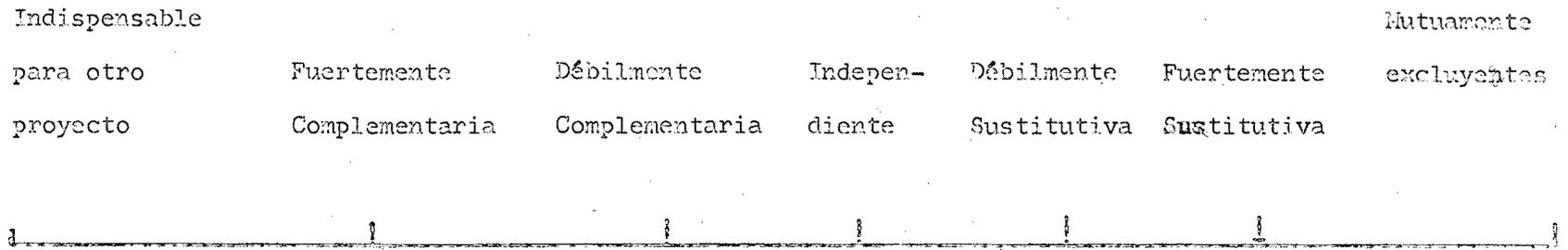
- I) Inversión indispensable para otra: Este es el caso extremo que refleja una total dependencia. Una inversión (B) es indispensable para llevar a cabo otra (A) cuando, en el caso de no hacerse B desapa

(15) Ver H. Bierman, Jr. y S. Smidt: "The Capital Budgeting Decision" The Macmillan Company, N. York, 1960.

necesarian los beneficios de A. En este caso, la inversión B es indispensable para llevar a cabo A, es decir que A es totalmente dependiente de B.

- II) Inversiones complementarias: Una inversión (B) es complementaria de otra (A) cuando, de llevarse a cabo B, se incrementarán los ingresos netos de A.
- III) Inversiones sustitutivas: Una inversión (B) es sustitutiva de otra (A) cuando, de llevarse a cabo B disminuyen los ingresos netos de A. Esto puede ocurrir por provocar una disminución de los ingresos brutos o un aumento de los costos de A.
- IV) Inversiones mutuamente excluyentes: Este es el otro caso extremo. Dos inversiones, A y B, son mutuamente excluyentes cuando, en caso de llevarse a cabo la segunda (B), quedan eliminados por completo los beneficios de la primera (A).

Gráficamente, el grado de interdependencia puede resumirse así:



En nuestra opinión, esta clasificación presenta la ventaja de que obliga a que los proyectos se presenten conjunta o separadamente, atendiendo a su interdependencia. De esta manera, una inversión que sea un prerequisite para otra deberá ser puesta en evidencia. En el otro extremo, aquellos proyectos que se excluyan mutuamente deberán presentarse como proyectos alternativos. Entre estos casos extremos podrán presentarse proyectos de caracter complementario o sustitutivo, lo que deberá señalarse, indicando además la incidencia que uno tenga sobre el otro.

Reiteradamente hemos podido apreciar la importancia práctica de esto. En diversas ocasiones hemos observado que se aprobaban proyectos de diversa índole sin que se señalara su mayor o menor dependencia con relación a otros. Esto permitía que mientras se llevaba a cabo la inversión, o cuando ésta ya estaba terminada, se reconociera la necesidad de encarar inversiones adicionales a fin de complementar la que se había aprobado inicialmente. Más aún, en algunos casos el proyecto adicional se presentaba porque se reconocía que, de lo contrario, la primera inversión no podría entrar en actividad (16).

Habiendo considerado la clasificación de inversiones indicada presedentemente, pasaremos ahora a analizar los diversos criterios cuantitativos de evaluación de proyectos de inversión.

(16) Así, por ejemplo, en nuestro país en una compañía de bastante importancia, luego de haberse aprobado un proyecto tendiente a ampliar la capacidad productiva, poco tiempo antes de terminarse la construcción, se elevó un nuevo proyecto por el que se solicitaba la edificación de viviendas para el nuevo personal, dado que en la zona donde se encontraba ubicada la planta, la mano de obra era escasa, y el personal adicional sólo podía obtenerse siempre que se le brindase vivienda adecuada en la fábrica.

Posiblemente, si la inversión complementaria hubiese sido incorporada para su aprobación desde un principio, cuando se evaluó el proyecto inicial, la ampliación de la capacidad productiva no se habría efectuado, por falta de un adecuado rendimiento de la inversión total.

C A P I T U L O I I

EL CRITERIO DEL ESTADO FINANCIERO O CONTABLE

(TASA DE RETORNO DE LA INVERSION)

1. CONCEPTO

Este criterio consiste en relacionar la utilidad esperada con la inversión a efectuar, siendo ambos datos determinados en base a los conceptos contables tradicionales de utilidad e inversión. Es decir, se desea estimar los importes que luego aparecerán reflejados en libros, por lo que el monto de la inversión del proyecto es establecido en base a los desembolsos capitalizables, y las utilidades del proyecto se determinan después de deducir la depreciación de bienes de uso y otros cargos que no implican desembolsos de fondos. No obstante, la aplicación de este criterio admite formas distintas de cómputo de la inversión, lo que naturalmente origina resultados y conclusiones distintos. A continuación examinaremos las distintas maneras en que se puede aplicar este criterio y las respectivas implicancias (1).

a) Estimación del rendimiento en base a la inversión total original

La inversión que se considera en este caso es la total original, sin deducirle la depreciación correspondiente, y la utilidad es -como ya dijimos- la que resulta luego de deducida la depreciación y otros cargos aún cuando no implican desembolsos de fondos. En el cuadro I se muestra la aplicación de este criterio a la evaluación de una inversión en un equipo cuyo costo es de \$ 1 millón, su vida útil 10 años y la utilidad esperada de \$ 150.000.-, una vez deducidos el impuesto a los réditos y la depreciación del equipo.

(1) - Para un análisis complementario ver mi trabajo "Planeamiento Patrimonial, Económico, y Financiero", en el libro "Organización y Control de Empresas" Edic. Macchi, 1968.

CUADRO 1:

CRITERIO DEL ESTADO FINANCIERO CONSIDERANDO LA INVERSION

TOTAL ORIGINAL

1. Inversión total original		<u>\$ 1.000.000.-</u>
2. Utilidad anual después de impuestos, más depreciación		250.000.-
3. Depreciación anual	<u>\$ 1.000.000.-</u> 10	<u>100.000.-</u>
4. Utilidad neta anual		<u>150.000.-</u>
5. Rendimiento sobre la inversión total original	<u>\$ 150.000.-</u> 1.000.000.-	15% anual

Sin embargo, es necesario reconocer que no hay acuerdo entre las empresas ni entre los autores en cuanto a qué debe ser incluido dentro de la inversión. Algunos problemas son los siguientes:

I) En cuanto a la inclusión del capital de trabajo, dentro de la inversión:

En aquellas inversiones que representan simplemente una mejora o un reemplazo- y no una expansión-usualmente la inversión incluye sólo bienes de uso, sin requerir capital de trabajo adicional. Sin embargo puede ocurrir- y acontece- que una inversión que representa una mejora implique al mismo tiempo una expansión, en cuyo caso se requerirá capital de trabajo adicional, que puede llegar a alcanzar niveles muy altos.

Al respecto hay empresas que toman como base de medición de la rentabilidad sólo la inversión en bienes de uso, salvo que el proyecto implique una gran inversión- que exceda cierto monto determinado en cada empresa- en cuyo caso consideran, además, la inversión en capital de trabajo.

Hay otras empresas que consideran en todos los casos la inversión en bienes de uso y capital de trabajo, aún en los de proyectos de menor envergadura.

Tal como demostraremos más adelante- al tratar la forma en que la inflación interna y el deterioro externo de la moneda nacional afecta las decisiones de inversión- entendemos que es un grave error dejar de incluir el capital de trabajo al evaluar las propuestas de inversión, por más pequeño que se estime al capital de trabajo requerido. Debe tenerse muy presente que, en un país con una alta tasa de inflación interna y de deterioro externo de la moneda nacional, el capital de trabajo inicial puede llegar a adquirir una desmedida importancia. El capital de trabajo implica un desembolso de fondos que, sin lugar a dudas, aumenta el total de la inversión efectuada. Más aún, la experiencia indica que en países como el nuestro, un capital de trabajo inicial pequeño en relación con la inversión en bienes de uso puede- con el transcurso del tiempo- pasar a ser incluso de mucho mayor importancia que la inversión original en bienes de uso.

II) En cuanto a la inclusión de ciertos gastos de "iniciación", dentro de la inversión:

Un asunto que dá motivo a frecuentes diferencias de opinión es el relativo al tratamiento que se debe acordar a ciertos gastos de "iniciación" del proyecto, tales como los gastos de investigación y desarrollo, es decir, aquellos derivados de "pensar" en el proyecto. Tal como dice P. A. Scheuble en un interesante artículo (2): "Así como debe haber un rendimiento sobre la inversión de capital, también debe haber un rendimiento sobre la inversión de tiempo y esfuerzo en el nuevo producto". Entendemos que al decir "nuevo producto" también se refiere a cualquier tipo de inversión, sea un reemplazo, una mejora o una inversión existente, etc. El reconocimiento de una "inversión" - más que de un gasto - en los gastos de "iniciación" del proyecto dá lugar a que uno pueda apartarse de las prácticas contables tradicionales y considerar a dichos gastos como una verdadera "inversión".

El mismo autor dice más adelante que "la práctica contable conservadora usualmente tratará a los gastos de "iniciación" como un gasto corriente, mientras que otros métodos los tratarán como costos diferidos, incluyendo en el activo la parte aún no amortizada. Un cálculo del rendimiento de la inversión por medio del método contable conservador mostrará un mayor porcentaje de rendimiento (3) dado que la base de los activos es menor. Así tenemos la incongruencia de que una técnica conservadora dá un resultado más bien no conservador sobre el planeamiento de nuevas inversiones " (4).

(2) Philip A. Scheuble, Jr.: "Return on investment for new product policy". Harvard Business Review, Nov. Dic., 1964.

(3) Evidentemente, no para el primer año sino para los años futuros.

(4) Philip A. Scheuble. Op. cit., pág. 119.

III) En cuanto a las futuras inversiones relacionadas con el proyecto:

Existen importantes diferencias de criterio entre las empresas y autores en cuanto a si sólo debe tenerse en cuenta el capital a invertir en virtud del proyecto original, o si además deben incluirse las inversiones adicionales relacionadas con ese proyecto a efectuarse - en principio - en los próximos años. Al respecto hemos tenido ocasión de observar cómo en diversas oportunidades en una importante empresa de nuestro país se fueron aprobando inversiones parciales sobre la base de que "eran necesarias" para complementar una "inversión anterior" que había sido aprobada tiempo atrás, considerando sólo la inversión necesaria para la primera etapa de las actividades. En el caso considerado, como se trataba de una planta ubicada lejos de fuentes de mano de obra, con el transcurso del tiempo, y a medida que se deseaba aumentar el nivel de producción, se fueron requiriendo inversiones en viviendas para obreros y jefes, que se justificaban sobre la base de que eran "necesarias" si se deseaba aumentar el nivel de producción. Consideramos que al efectuarse la evaluación del proyecto original debiera "pensarse" en las inversiones indirectas a realizarse en los próximos años, necesarias para llevar a los niveles óptimos de aprovechamiento las inversiones directas. Esto de ninguna manera implica que en el futuro no deban evaluarse cada una de las inversiones complementarias de aquella que se desea llevar a cabo en la primera etapa. Por el contrario, en cada ampliación y/o modificación futura se debería evaluar la rentabilidad de la inversión complementaria a efectuar en esa oportunidad.

IV) En cuanto al aprovechamiento de activos existentes.

Cuando existen bienes que serán afectados a un proyecto, la práctica difiere en cuanto a si debe o no considerarse como inversión, y, en caso afirmativo, cuál es el precio adjudicable a dichos activos. Al respecto caben las siguientes posibilidades:

1. No considerar como inversión a los bienes que se afectarían al proyecto.
2. Considerar a dichos bienes como inversión, al valor residual de libros.
3. Considerar a dichos bienes como inversión, al costo de reposición (lo que costaría hacerlos hoy en el estado en que se encuentran).
4. Considerar a dichos bienes como inversión, al valor de liquidación.
5. Considerar a esos bienes como inversión, al mayor valor que puedan tener en el mejor uso alternativo.

De las cinco posibilidades enunciadas, consideramos que las dos primeras deben ser desechadas por lo siguiente : la transferencia de bienes existentes a un nuevo proyecto reconoce una alternativa contraria, a saber: que dichos bienes no se transfieran o afecten al proyecto en cuestión y que en consecuencia se deban adquirir. En este caso el costo de los bienes a adquirir no sería, evidentemente cero ni tampoco el valor residual de libros, especialmente si se trata de un país con un agudo proceso inflacionario como el nuestro. En consecuencia ni el primero ni el segundo criterio de atribución de "precio" puede ser considerado adecuado.

La tercera posibilidad, es decir "considerar a dichos bienes como inversión, al costo de reposición " tiene, a nuestro juicio, una deficiencia similar, aunque en sentido contrario. Si se fijara como "precio" de transferencia de esos bienes en el "costo de reposición" podría llegarse a utilizar un importe tan alto (especialmente como consecuencia de la devaluación monetaria) que la rentabilidad se vea ficticiamente disminuida, y en consecuencia el proyecto sea rechazado injustamente.

La cuarta, es decir considerar como valor de los bienes que se transfieren, el de liquidación, implica comparar la utilización de esos bienes en el proyecto que se evalúa contra la "utilización" de esos bienes para realizarlos y obtener fondos con los que generar un interés. Si bien pensamos que este enfoque tiende bastante a reflejar el precio de los bienes que se transfieren, consideramos que hay veces - y no pocas- en que el precio de liquidación puede ser muy reducido por diversas razones (falta de interesados, bien altamente especializado, etc.).

Nos queda finalmente la posibilidad de considerar que el valor de los bienes que se transfieren es el mayor valor que pueden tener en el mejor uso alternativo. Este concepto es precisamente el "costo de oportunidad" y, por todo lo expuesto, entendemos que es el que mejor refleja el costo de inversión de los bienes a transferir.

En cuanto al criterio que analizamos en si mismo consideramos que tomar la inversión total al principio no refleja con veracidad el monto de ésta a través de su vida económica, especialmente cuando una alta proporción de la inversión inicial está constituida por activos depreciables, tal como podrá verse a continuación, al tratar el rendimiento en base a la inversión promedio.

b) Estimación del rendimiento en base a la inversión promedio.

Este método es un refinamiento del anterior.

Cuando la tasa de rendimiento se estima en base al promedio de la inversión, este último se calcula sumando al capital invertido al principio el valor residual final y dividiendo por dos. Evidentemente, es una simplificación y supone que la depreciación de la inversión fija se efectúa en forma constante (lineal).

La aplicación de este criterio tiene efectos muy distintos según la composición de la inversión inicial esté constituida por una mayor o menor proporción de activos depreciables. A montos de inversión iguales, la existencia de una mayor proporción de inversión inicial depreciable tiende a hacer que la rentabilidad sea mayor que cuando la mayor parte de la inversión está constituida por activos no depreciables. El cuadro 2 muestra con claridad el efecto que la distinta composición de la inversión total inicial tiene sobre el rendimiento basado en la inversión promedio. En efecto, tal como puede apreciarse en dicho cuadro, de la comparación de proyectos que tienen una misma inversión total inicial, una misma utilidad, una misma tasa de depreciación de bienes de uso y un mismo valor residual (de bienes de uso), pero distinta proporción de activos depreciables respecto de la inversión total inicial, surge con claridad que aquel proyecto que tiene mayor proporción de bienes de uso depreciables es el de mayor rendimiento sobre la inversión promedio.

CUADRO 2: Comparación del rendimiento sobre la inversión promedio cuando cambian las proporciones iniciales de activos depreciables:

	Proyectos		
	A	B	C
	(pesos m/n en millones)		
1. Inversión total inicial:			
Activos depreciables	\$ 70	\$ 50	\$ 30
" no depreciables	30	50	70
	100	100	100
2. Valor residual final:			
Activos depreciables :	0	0	0
" no depreciables:	30	50	70
	30	50	70
3. Inversión promedio:			
(\$ 100 + \$ 30) ./ . 2	65	-	-
(\$ 100 + \$ 50) ./ . 2	-	75	-
(\$ 100 + \$ 70) ./ . 2	-	-	85
4. Utilidad anual promedio			
	15	15	15
5. Tasa de rendimiento promedio (aprox.)			
	23%	20%	18%

Los tres proyectos son iguales en todos sus aspectos, excepto en cuanto a la composición de la inversión original. El proyecto A tiene un 70% de activos depreciables, el B un 50% y el C un 30%. Estas distintas proporciones dan lugar a distintos valores residuales finales (\$ 30, \$ 50 y \$ 70 millones) lo que, a su vez, origina distintas inversiones promedio y, en consecuencia, distintas tasas de rendimiento sobre la inversión promedio. Tal como ya hemos mencionado, consideramos que este método de inversión promedio refleja con más veracidad que el método de la inversión total inicial la inversión a efectuar en el proyecto considerado, por cuanto una vez realizada la inversión en activos depreciables, la depreciación (de los activos) se irá recuperando a través del precio de venta, sin que ello implique desembolsar fondos para reconstruir la depreciación habida. Cosa distinta es la que ocurre con los activos no depreciables (capital de trabajo), ya que si bien también se recuperarán a través del precio de venta, habrá que volver a desembolsar fondos para reconstituir dichos activos no depreciables.

2. COMPARACION DE PROYECTOS ALTERNATIVOS

Según se ha visto, este criterio admite diversas formas de cálculo de las inversiones a realizar:

- a) Inversión total original o inversión promedio;
- b) Con y sin inclusión del capital de trabajo;
- c) Con y sin inclusión de ciertos gastos de "iniciación";
- d) Con y sin inclusión de las futuras inversiones relacionadas con el proyecto;
- y e) Con y sin inclusión de los activos existentes aprovechados por el proyecto considerado.

Además, como acabamos de ver, se presenta el problema de que los rendimientos sobre la inversión son:

- A - Distintos, cuando la comparación del rendimiento de los diversos proyectos se efectúa sobre la base de inversión promedio y las proporciones iniciales de activos depreciables son distintas;

y B - Diffíciles (y en algunos casos imposibles) de comparar adecuadamente cuando los beneficios anuales no son iguales todos los años, sino que son constantes, crecientes o decrecientes.

Ambos aspectos, pero especialmente este último, hacen sumamente difícil comparar adecuadamente las inversiones alternativas A a H que se verán en los capítulos siguientes. Esto es así por cuanto: a) según sea el monto de activos depreciables que se estimen en cada proyecto, así variará también el rendimiento final; y b) como existen varias inversiones con utilidades crecientes y decrecientes, ninguna comparación razonable es viable. Sobre la base del análisis precedente, a continuación se efectúa, sintéticamente, una evaluación del presente criterio.

3. EVALUACION DEL CRITERIO DEL ESTADO FINANCIERO

a) Características positivas:

Sus aspectos positivos son los siguientes:

- I) Es fácil de entender y comunicar a través de la empresa.
- II) Considera la relación entre utilidad e inversión, lo que permite referirse a un rendimiento o rentabilidad de la inversión(5) .
- III) Es un criterio idéntico al que en forma tradicional se aplica contablemente para determinar la rentabilidad "histórica" o "real" de la empresa, una vez que las operaciones se llevaron a cabo. Esto, lógicamente, hace que puedan efectuarse comparaciones entre lo pronosticado en el proyecto y los resultados reales de la gestión.

b) Características negativas - crítica

Este criterio tiene las siguientes deficiencias:

- I) No toma en cuenta las distintas "formas" en que se van generando las utilidades. Así un proyecto puede tener utilidades crecientes, constantes o decrecientes a través de su vida económica y, sin embargo, este criterio

- (5) A distinción de lo que ocurre en el criterio del tiempo de reintegro, en el que no se establece rendimiento alguno . (Como se verá más adelante).

no destaca esta diferencia fundamental relativa a la generación de las utilidades en el tiempo. Resulta evidente que, dada una misma inversión, será más beneficioso un proyecto que genere utilidades decrecientes a otros que las generen en forma constante o creciente, como consecuencia del mayor valor actual de un peso ganado hoy al de un peso ganado mañana (6), en razón de su preferencia anticipada en el tiempo.

II) En el método de la "inversión total inicial" no se reconoce que la inversión decrece debido a la recuperación de los fondos.

III) En cualquiera de los dos tipos de cálculo mencionados no se toma en cuenta la forma en que se irá invirtiendo (o desinvirtiendo) el capital en el tiempo. En efecto, al considerar como base de cálculo la "inversión total inicial" o la "inversión promedio" se están haciendo dos suposiciones no necesariamente reales, a saber:

- En el primer caso, que la inversión total inicial se mantiene inalterada a lo largo de toda la vida económica del proyecto.
- En el segundo caso, que la inversión promedio representa la inversión en cualquier momento de la vida económica del proyecto.

Evidentemente, ni uno ni otro procedimiento reflejarán lo que ocurre en cada período, ya cuanto a los aumentos o disminuciones que se producirán en la inversión.

IV) No toma en cuenta el número de años durante el que se obtendrán las utilidades. A este aspecto sólo lo encara en forma indirecta y parcial, al calcular la depreciación de los bienes de uso necesarios.

(6) Aquí no se hace referencia al menor valor de la moneda como consecuencia de la inflación. Este problema será tratado más adelante.--

C A P I T U L O I I I

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS

A- EL CRITERIO DEL PERIODO DE REINTEGRO

1. CONCEPTO

Al analizar si una inversión resulta o no beneficiosa es muy común que quien se halla frente a esa decisión comente: "Esta es una muy buena inversión. Se recupera en 3 años". Pensamos que este tipo de razonamiento es, quizás, el criterio más difundido dentro de los empresarios - muy en especial en nuestro país - y el que, por su sencillez, más ha venido siendo utilizado por muchos de ellos, con un sentido eminentemente práctico.

El "período de reintegro" es el tiempo requerido para que el flujo de ingresos netos de fondos, después del pago de impuestos, pero antes de considerar los cargos que no son desembolsos, producidos por una inversión, iguale al desembolso original de fondos requeridos por esa inversión. Como puede apreciarse, el período de reintegro no mide en manera alguna el "rendimiento" de la inversión. Simplemente permite determinar el tiempo de recuperación y nada más, seleccionando a aquel proyecto cuya inversión se recupere más rápidamente, es decir que tenga un corto período de reintegro.

Si se supone que una inversión producirá un flujo neto de fondos que será constante de año en año, entonces el período de reintegro (P) se determinará dividiendo el desembolso total original (I) por el importe constante de los ingresos netos anuales esperados (R)

es decir: $P = \frac{I}{R}$

Así, supongamos que se proyecta realizar una inversión de \$ 20.000.000, que dará lugar a una depreciación anual y a una serie de gastos que no implican desembolsos de fondos de \$ 5.000.000.-, y a utilidades netas (después de haber pagado los impuestos)

de \$ 5.000.000.-, o sea una "utilidad neta en efectivo" (1) de \$ 10.000.000.- por año. En este caso, el tiempo de reintegro resulta de dividir los \$ 20.000.000.- de inversión por los \$ 10.000.000.- de utilidad neta en efectivo anual, lo que equivale a decir que el tiempo de reintegro es de 2 años.

Si el flujo neto de fondos no es constante de año en año, entonces el tiempo de reintegro se debiera determinar sumando los ingresos netos que se esperan percibir en cada uno de los años sucesivos hasta que se llegue a un total igual al de la inversión neta original. El lapso en el cual ello sea logrado es el tiempo de reintegro.

Así, se proyecta una inversión de \$ 20.000.000.-, que originará (a) una depreciación anual de \$ 5.000.000.- y (b) utilidades netas (después del pago de impuestos) de \$2.- \$3.- \$4.- y \$5.- millones respectivamente; el tiempo de reintegro es de algo más de dos años y medio (2).

Estos sencillos cálculos permiten medir cuánto tiempo durará el factor "riesgo" de la inversión en años y meses, pero no indican en manera alguna que las utilidades seguirán más allá de los tres años. Es decir, a este criterio sólo le interesan los años más próximos a la época en que se realizó la inversión, desprecupándose totalmente de lo que ocurra a partir del momento en que la inversión se termine de recuperar. Es evidente que el mayor temor de quien invierte es el de perder el capital invertido,

(1) - A partir de este momento utilizaremos indistintamente las frases "ingresos netos de fondos" o "utilidad neta en efectivo" para representar los ingresos netos de fondos que surgen después de haber pagado los impuestos, pero no considerando como costo la depreciación de Bienes de Uso ni otros gastos que no impliquen desembolso de fondos.

(2) Esto surge del siguiente cálculo (pesos m/m en millones):

		gastos que no implican desembolsos	Utilidad Neta Después de Impuestos	Total de Ingresos Netos Anuales	Años requeridos para recuperar la Inversión
1er	Año	\$ 5	\$ 2	\$ 7	1 año
2do	"	5	3	8	1 "
3er	"	5	4	9	5/9 "

y este temor se agudiza cada vez más en la economía dinámica de hoy, con el progresivo crecimiento de la obsolescencia tecnológica originada por el vertiginoso avance de la ciencia y tecnología, y la cada vez más agresiva competencia. Estos factores provocan la necesidad de un relativamente rápido tiempo de reintegro y rendimiento sobre el capital invertido (3). Al tener en cuenta que aproximadamente "el 90% de los hombres de ciencia e investigadores que han existido desde el principio de la Historia viven en la actualidad" (4) se percibe más concretamente las posibilidades de avance científico y tecnológico que existen y la correspondiente más probable agudización del problema del riesgo en las inversiones de capital.

Cuando la Dirección de la Empresa utiliza este "índice" como criterio cuantitativo para evaluar propuestas de inversión, normalmente establecerá— no siempre en forma escrita, pero sí conceptualmente— algún "período de reintegro máximo" de tal manera que le permita "ex-ante" aceptar aquellos proyectos que no pasen de ese máximo y rechazar todos los que superen ese período. Algunos autores indican que frecuentemente las empresas industriales utilizan períodos de reintegro de dos, tres, cuatro o cinco años. Tal como señalan H. Bierman, Jr. y S. Smidt (5) "los relativamente cortos períodos máximos de reintegro son requeridos porque algunas clases de inversiones (construcción, por ejemplo) raramente puede esperarse que tengan un período de reintegro tan corto como 5 años."

— — —
(3) - Ver Millard Gelvin, "Return on investment concept and corporate policy" NAA (National Association of Accountants Bulletin), Julio 1961.-

(4) Informe de la UNESCO de 1960, citado por Manuel Sadosky en "Reflexiones sobre los problemas actuales de la ciencia y de la técnica", Revista de la Universidad de Buenos Aires, Abril - Junio, 1961.

(5) Harold Bierman, Jr. and Seymour Smidt, "The Capital Budgeting Decision", The Macmillan Company, New York 1960. Página 16.

2. EVALUACION DE PROYECTOS ALTERNATIVOS

A fin de poder comprender las implicancias que tiene el utilizar este criterio para evaluar cuantitativamente las propuestas de inversión, a continuación se analiza una serie de inversiones hipotéticas, considerando el costo inicial de cada una de ellas y los ingresos netos de fondos esperados en cada año de vida económica, suponiendo que el valor residual de cada una es igual al que figura en la columna "Valor residual" (Ver cuadro 3). En el referido cuadro dichos proyectos de inversión han sido clasificados -en la última columna- de acuerdo con el criterio del período de reintegro, y siempre suponiendo que el valor de la moneda no se deteriora.

De esta manera, el proyecto A resultaría clasificado primero como consecuencia de que es el único que se recupera en un año. Empero, como se ve en el referido cuadro, dicho proyecto no proporciona beneficio alguno. Por el contrario, provoca una verdadera pérdida ya que el importe original se recupera recién después de un año de efectuada la inversión. Esto contrasta con lo que ocurre con el proyecto B, en el que luego de 4 años se recuperan mfn. 10 millones más que los invertidos originalmente y, no obstante, se ve clasificado en el séptimo lugar. Es evidente que ya aquí, es decir, al comparar los proyectos A y B, se nota que este criterio de clasificación presenta una falla importante.

Los proyectos F y G resultan clasificados en segundo lugar, como si no hubiera diferencia entre ellos, en virtud de que en ambos casos la inversión se recupera en dos años. Sin embargo, no es necesario efectuar un análisis muy profundo para llegar a concluir que el G es preferible al F, teniendo en cuenta los ingresos netos que generan con posterioridad al período de reintegro.

Además, al comparar el proyecto A con los C, D, E, F, G, y H, resulta evidente que todos estos son preferibles al A. Y sin embargo, sobre la base de este criterio, el A resulta clasificado primero. Todo esto indica claramente que: (1) un rápido período de reintegro no significa necesariamente una alta rentabilidad; y (2) este criterio induce a serios errores de selección entre los proyectos alternativos.

CUADRO 3: DESCRIPCION DE LAS INVERSIONES HIPOTETICAS Y CLASIFICACION EN BASE AL PERIODO DE REINTEGRO

(Pesos m/n. en millones)

Inversión	Costo Inicial	Ingresos Netos de			Año 4 Valor Residual	Período de Reintegro en años	Clasificación en base de período de reintegro
		Año 1	Cada Año Año 2	Año 3			
A	\$ 30	\$ 30	\$ -	\$ -	\$ -	1	1
B	20	-	-	-	30	3 - 2/3	7
C	20	7	7	7	7	2 - 6/7	5
D	20	10	8	6	3	2 - 1/3	3
E	20	5	7	9	10	2 - 8/9	6
F	20	10	10	6	-	2	2
G	10	5	5	5	5	2	2
H	5	1	2	3	4	2 - 2/3	4

3. EL IMPUESTO SOBRE LOS REDITOS Y EL PERIODO DE RECUPERACION

La depreciación de la inversión y la tasa de impuestos sobre los réditos (6) afectan, naturalmente, al periodo de recuperación del capital. Actualmente la tasa final del impuesto a los réditos y de emergencia en el caso de las sociedades anónimas es de alrededor del 45 %. En consecuencia, suponiendo - con fines prácticos - que los ingresos netos en efectivo de una inversión son constantes en el tiempo, y que:

I = Inversión original

R = Ingresos efectivos anuales antes del pago de impuestos.

$P = \frac{I}{R}$ es el período de reintegro antes del pago del impuesto sobre los réditos y de emergencia.

D = Depreciación anual de la inversión.

T = Tasa de impuesto a los réditos y de emergencia.

Si deseamos determinar el período de reintegro después del pago de dichos impuestos,

tendremos: Período de reintegro después de impuestos = $P' = \frac{I}{R'}$

$$P' = \frac{I}{R - 0,45 (R - D)} = \frac{I}{R - 0,45 R + 0,45 D} = \frac{I}{0,55 R + 0,45 D} = \text{(II)}$$

Si para redondear se toma una tasa de impuesto a los réditos y de emergencia del 50%, entonces la fórmula II toma la siguiente forma:

$$P' = \frac{I}{R - 0,5 (R - D)} = \frac{I}{R - 0,5R + 0,5 D}$$

$$P' = \frac{I}{0,5 (R + D)} = \frac{2 I}{R + D} \quad \text{(III) (7)}$$

(6) En el caso de nuestro país hay que considerar hoy además el impuesto de emergencia.

(7) Ver Spencer y Siegelman: "Economía de la administración de empresas", página 491.

De las fórmulas II y III, surgen las siguientes conclusiones:

1º) En nuestro país la tasa final de impuesto a los réditos (incluyendo el de emergencia) hace que -cuando se trata de proyectos de larga vida, y en consecuencia de reducida depreciación- el período de recuperación de la inversión después de pagar se los impuestos sea aproximadamente el doble del período de recuperación antes del pago de impuestos, y

2º) Cuando la vida de la inversión es breve, la depreciación anual adquiere mayor importancia, y el período de recuperación de la inversión después del impuesto se hace menor que en el caso anterior.

4º) PERIODOS DE REINTEGRO IDEALES

Ya se ha indicado que son muchas las empresas que utilizan este criterio como base de evaluación económica para sus decisiones de inversión. Surge aquí la siguiente pregunta: ¿Cuál es el período de reintegro máximo que las empresas generalmente permiten a los proyectos, para que sean aprobados? Al respecto no existe una regla fija. Sin embargo, G.F. Carter y B.R. Williams indican que en Minneapolis, una encuesta de 1950 hizo ver que los períodos de amortización se concentraban en dos grupos: uno de ellos de alrededor de uno a tres años, para proyectos de poca importancia; y otro, de cinco a siete años aproximadamente, para los de gran magnitud (3). Estos mismos autores agregan que "otros estudios, realizados antes y después de la guerra, sugieren que el período de amortización de tres años es bastante corriente: pero estos datos son difíciles de interpretar sin saber que es lo que, en cada caso, se incluye en las estimaciones.

En la Argentina, este criterio también se aplica con frecuencia, pero a menudo queda desvirtuado, como consecuencia de que -en razón de la inflación- los cálculos incluyen pesos de distinto valor adquisitivo.

(3) - G.F. Carter y B.R. Williams: Op. Cit. pág. 72. Ver además W.W. Heller: "The anatomy of Business Decisions", Harvard Business Review, Marzo de 1951, pág. 101.

5. EL PERIODO DE REINTEGRO Y LAS EMPRESAS EXTRANJERAS

Este criterio es aplicado como complemento de otros criterios de evaluación por las compañías extranjeras al decidir sus inversiones de capital. Como dice Jacob Viner, "en lo sustancial, quizá sea cierto que de no existir circunstancias muy especiales, ningún capital privado norteamericano se aventurará actualmente hacia el exterior, a menos que las **perspectivas** sean tan buenas que las utilidades amorticen la inversión en un plazo de más o menos cinco años" (9).

Evidentemente, la utilización de este criterio dá lugar a una preferencia en favor de aquellas inversiones que tienen en cuenta fundamentalmente el corto plazo. El futuro más lejano poco le interesa a quien aplique este criterio de selección. Como lógica consecuencia, aquellos proyectos que involucran una aspera o un período de maduración mayor son frecuentemente postergados, por más vinculación que puedan tener a largo plazo con el desarrollo económico del país.

Es importante tener en cuenta que gran parte de las fuertes inversiones que incorporan una moderna tecnología sólo pueden efectuarse por empresas extranjeras que cuentan con los recursos y la tecnología requerida, o por empresas nacionales vinculadas en alguna forma con aquellas compañías.

Cuando este criterio es aplicado por las empresas extranjeras -lo que complementariamente a otros criterios, ocurre con frecuencia, a fin de poder remesar rápidamente al país de origen los fondos invertidos - los proyectos que sean aprobados y llevados a cabo por haber pasado con éxito la prueba del período de reintegro, darán lugar, en principio, a que la balanza de pagos del país donde se efectuó la inversión sea afectada negativamente por las remesas de dividendos. Este problema se torna aún más grave en aquellos países que - como la Argentina en los últimos diez años - se encuentran con balanzas de pagos ya afectadas por fuertes compromisos financieros de carácter rígido.

(9) Jacob Viner: "América's Aims and the Progress of Underdeveloped Countries", en "Progress of underdeveloped Countries" (ed. B.F. Hoselitz), Chicago, 1952, pág. 184. Citado por Paul A. Baran en "La Economía Política del Crecimiento" pag. 228, Fondo de Cultura Económica, México, 1961.

6. EVALUACION DEL CRITERIO DEL PERIODO DE REINTEGRO

En base al análisis anterior, a continuación se presenta una evaluación del criterio considerado, enunciando sus principales características positivas y negativas.

a) Características positivas

Sus aspectos positivos son, a nuestro modo de ver, los siguientes:

- I) Toma en cuenta, aunque sólo parcialmente, el tiempo de vida económica del proyecto. Efectivamente, considera la primera parte de la vida del proyecto, hasta el momento en que se termina de recuperar la inversión efectuada.
- II) Otorga fundamental importancia a la rápida recuperación de la inversión, reconociendo así el mayor aprecio que el inversor tiene por una inversión de rápido reintegro.

b) Características negativas - crítica

Las principales deficiencias de este criterio son las que se mencionan a continuación:

- I) No considera los ingresos generados con posterioridad al tiempo de recuperación. En efecto, solamente le interesan aquellos ingresos ganados por el proyecto hasta el momento en que se termina de recuperar la inversión efectuada. En consecuencia no sirve para seleccionar proyectos cuando éstos generan ingresos netos posteriores al momento en que se termina de recuperar la inversión.
- II) No toma en cuenta las diferencias en la época en que se obtienen los ingresos ganados antes de la fecha en que se termina la recuperación de la inversión; es decir que todos los ingresos recibidos antes del período de reintegro se tratan como iguales en cuanto a la época de su obtención. Esto es un importante defecto, dado que no pondera la mayor preferencia que se tiene siempre por los ingresos más cercanos en el tiempo.

III) No mide el "rendimiento" o "rentabilidad" del proyecto, sino que sólo determina el "tiempo" en que se lleva a cabo el reintegro de la inversión. Incluso puede llegarse a verdaderos absurdos, como en el caso en que un proyecto sea clasificado como primero por recuperar la inversión más rápidamente que otros, y sin embargo tener una rentabilidad igual a cero (e incluso negativa) al no generar ingresos adicionales con posterioridad al momento en que se terminó de recuperar la inversión.

Es evidente que este criterio adolece de serias fallas, dado que omite considerar aspectos tan importantes como los mencionados.

Sin embargo, debe reconocerse que pone especial énfasis en un aspecto clave desde el punto de vista del inversor: el tiempo durante el que aún no se han recobrado los fondos desembolsados.

B - EL CRITERIO DEL COEFICIENTE DE INGRESOS TOTALES EN RELACION CON LA INVERSION

1. CONCEPTO

En este criterio se divide el total de ingresos esperados (después del pago de impuestos, pero antes de los cargos que no implican desembolsos) por el total de la inversión. Las distintas propuestas se clasifican dándose preferencia a aquellas cuyo coeficiente, así determinado, sea mayor. El Cuadro 4 parte de los mismos supuestos del Cuadro 3, y presenta los coeficientes "ingresos totales/ inversión" así como la clasificación que, en consecuencia, correspondería a los proyectos considerados.

En base a este criterio, los proyectos G y H obtienen la misma clasificación, no obstante que, - sin lugar a dudas - el G es más beneficioso que el H, dado que genera ingresos netos constantes, mientras que el H, obtiene ingresos muy pequeños en los primeros años y mayores en los últimos. Cosa similar ocurre en cuanto a los proyectos B, C, D y E. El proyecto E pareciera ser el más recomendable de todos, ya que tiene el más alto coeficiente de "Ingresos totales sobre Inversión". Empero, si se analiza esto más a fondo, se ve que este proyecto genera ingresos reducidos en los primeros años y mayores recién en los últimos. El proyecto B aparenta ser el que le sigue según esta clasificación y, sin embargo, el ingreso de \$ 30 millones recién se percibe en el cuarto año. La inversión C presenta un coeficiente de "ingresos totales sobre inversión" superior a la D por cuanto sus ingresos totales superan en \$ 1 millón a los de esta última. No obstante, el proyecto D presenta la ventaja por sobre el C de que proporciona mayores ingresos en los primeros años.

2. Evaluación del criterio del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión

1. Características positivas

Considera todos los ingresos netos a obtenerse durante la vida económica del proyecto. Es decir que - a distinción de lo que ocurre con el criterio del periodo de reintegro- toma en cuenta todos los años durante los que se generan ingresos netos.

CUADRO 4

DESCRIPCION DE LAS INVERSIONES HIPOTETICAS Y CLASIFICACION EN BASE AL COEFICIENTE DE INGRESOS TOTALES

<u>Inversión</u>	<u>Costo Inicial</u>	(Pesos m/n. en millones)				<u>Ingresos Netos Totales</u>	<u>Coefficiente de "Ingresos Totales sobre inversión"</u>	<u>Clasificación</u>
		<u>Ingresos Netos de Cada Año</u>						
		<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>	<u>Año 4</u>			
					<u>Valor Residual</u>			
A	\$ 30	\$ 30	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 30	1	7
B	20	-	-	-	30	30	1,5	3
C	20	7	7	7	7	28	1,4	4
D	20	10	8	6	3	27	1,35	5
E	20	5	7	9	10	31	1,55	2
F	20	10	10	6	-	26	1,3	6
G	10	5	5	5	5	20	2,0	1
H	5	1	2	3	4	10	2,0	1

2. Características negativas

a) No toma en cuenta las distintas épocas en que se generan los ingresos netos. Es decir, no pondera el mayor valor actual que tiene un peso que ingresa antes que otro en el tiempo, dado que el que ingresa antes puede ser reinvertido (10). En consecuencia, no otorga importancia alguna a la rápida recuperación de la inversión.

b) No permite establecer la rentabilidad de la inversión.

Sólo determina un coeficiente que no se halla referido a una base anual de cálculos, por lo que no puede hablarse de "rendimiento de la inversión".

C - EL CRITERIO DEL PROMEDIO DE INGRESOS NETOS ANUALES EN RELACION CON LA INVERSION

1. CONCEPTO

Este método está muy relacionado con el de los ingresos netos totales en relación con la inversión. Consiste simplemente en dividir el total de ingresos netos por el número de años durante el cual se percibirán, y luego dividir el promedio de ingresos hallado por la inversión original. El Cuadro 5 clasifica los proyectos que se han venido considerando anteriormente de acuerdo con este criterio.

Tal como puede apreciarse a través del referido cuadro del proyecto A merecería ser aprobado en primer término, como consecuencia de tener el más alto coeficiente de ingreso promedio en relación con la inversión. Esta conclusión es, sin duda, un absurdo, dado que el ingreso promedio que genera dicho proyecto sólo alcanza a recuperar la inversión. Incluso podría ocurrir que el ingreso promedio no alcanzara a recuperar dicha inversión y, no obstante fuera seleccionado, de aplicarse este criterio. Efectivamente, si por ejemplo, el ingreso neto del primer año fuera de \$ 18 millones, el ingreso neto promedio sería también de \$ 18 millones y el coeficiente de ingresos promedio en

(10) Si se tuviera en cuenta los efectos de la inflación, en valor actual, en términos reales, sería aún mayor, obviamente.

CUADRO 5

DESCRIPCION DE LAS INVERSIONES HIPOTETICAS Y CLASIFICACION EN BASE AL COEFICIENTE DE INGRESOS PROMEDIO EN RELACION CON LA INVERSION .

<u>Inversión</u>	<u>Costo Inicial</u>	(Pesos m/n. en millones) <u>Ingresos Netos de Cada Año</u>				<u>Ingresos Netos Totales</u>	<u>Ingresos Netos Promedios</u>	<u>Coefficiente de Ingresos Promedio s/Inversión</u>	<u>Clasificación</u>
		<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>	<u>Año 4</u>				
A	\$ 30	\$ 30	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 30	\$ 30.-	1.-	1
B	20	-	-	-	30	30	7,5	0,375	4
C	20	7	7	7	7	28	7,-	0,35	5
D	20	10	8	6	3	27	6,75	0,338	6
E	20	5	7	9	10	31	7,75	0,388	3
F	20	10	10	6	-	26	6,5	0,325	7
G	10	5	5	5	5	20	5.-	0,5	2
H	5	1	2	3	4	10	2,5	0,5	2

relación con la inversión sería de 0,6. En este caso, al proyecto A le seguiría correspondiendo el primer puesto en la clasificación, aún cuando sus ingresos netos esperados ni siquiera alcanzan a recuperar la inversión a efectuar. En este caso, como se ve el absurdo adquiere mayores proporciones.

Este criterio, por lo que acabamos de ver, adolece de un grave defecto: no toma en cuenta adecuadamente la duración de los ingresos y, en consecuencia, tiende a la aprobación de proyectos con altos ingresos pero de corta vida. Lo que lo hace sumamente peligroso es que, al dividir los ingresos totales por el número de años (durante los que se percibirán dichos ingresos) pareciera tomar en cuenta todo el tiempo. Como puede verse a través del análisis efectuado, esto no es así. Sólo en el caso -muy especial y nada frecuente- en que todos los proyectos que se evalúan tengan el mismo número de años durante los que se generarán los ingresos, este criterio da resultados más aceptables. Y decimos "más aceptables" y no "aceptables" por cuanto, aún en este caso, se estaría dejando de considerar la época en que se producen los ingresos para cada proyecto. Prueba de esto es que los proyectos G y H tienen, según este criterio, la misma clasificación y, no obstante, es evidente que el G es preferible al H, en vista de que en el G los ingresos tienen un flujo constante, mientras que en el H al principio son bajos, elevándose recién en los últimos años. Del mismo modo es incorrecta la asignación del cuarto puesto a la inversión B, ya que no se tiene en cuenta que los \$ 30 millones de ingresos, recién se obtienen en el cuarto año, en tanto que el proyecto C (quinto puesto) y el D (sexto puesto) logran la mayor parte de los ingresos en el primero, segundo y tercer año. Cosa similar ocurre cuando se compara el flujo de los ingresos del proyecto B (cuarto puesto) con el del F (séptimo puesto), por la misma razón indicada.

Evaluación del criterio del promedio de ingresos netos anuales en relación con la inversión.

Este criterio es muy similar al del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión. En consecuencia, caben aquí las mismas apreciaciones positivas y negativas que se hicieron en oportunidad de evaluar el criterio anterior.

C A P I T U L O I V

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS Y EN EL VALOR -TIEMPO DEL DINERO

EL CRITERIO DE LA TASA INTERNA DE RENDIMIENTO DEL PROYECTO

1. Introducción

Del análisis efectuado surge que ninguno de los criterios considerados hasta aquí es aceptable, como consecuencia de que en algunos casos otorgan el mismo valor a dos proyectos cuando en realidad uno de ellos es indudablemente preferible al otro, y en otros asignan preferencia a un proyecto cuando, sin duda, el otro es superior al primero.

Hasta este momento, los diversos criterios analizados no han tomado en consideración el mayor valor actual que tienen los ingresos más próximos que los más lejanos como consecuencia de la posibilidad de volver a invertirlos con anticipación y generar nuevas utilidades o no consideraban las series durante toda la vida económica de la inversión. Esto dió lugar a una importante crítica contra los criterios anteriores. En el presente capítulo y en el próximo se analizarán dos criterios que toman en cuenta la época en que se obtienen los ingresos a través de toda la vida económica de la inversión.

Todo proceso productivo va acompañado de una corriente de egresos destinada a la compra de medios de producción, llamada "proceso de inversión". A su vez esa inversión en el campo privado se efectúa con el fin de lograr una corriente de ingresos netos a lo largo de la vida económica del proyecto que superen en la mayor medida posible el monto de la inversión efectuada (1).

(1) - "En las economías capitalistas, el empresario no se interesa por el valor de uso de los productos que ofrece a la venta. En consecuencia, sólo efectúa la inversión adicional de recursos productivos cuando tiene la certeza de que obtendrá un crecimiento adecuado en el valor de sus activos a través del interés compuesto sobre el capital invertido, no inferior a la tasa promedio del beneficio determinado en las condiciones del mercado del país en cuestión.

En una economía socialista planificada, la producción se lleva a cabo en aras del uso (consumo) y las inversiones adicionales del trabajo pasado se justifican por la creación -con la misma cantidad de trabajo actual- de un volumen adicional de bienes de consumo o, en forma alternativa, por la reducción de la cantidad de fuerza de trabajo que se requiere para mantener la misma escala de producción de bienes de consumo". S.G. Strumilin: "El factor tiempo en los proyectos de inversión de capital".

El trimestre Económico. Abril-Junio de 1959.

Si se admite que el empresario sólo efectuará la inversión si la tasa de rendimiento alcanza o supera el mínimo deseado por él, es fundamental: 1°) Conocer las series de egresos e ingresos durante toda la vida de la inversión, y 2°) Establecer la relación que existe entre ambas series.

Al decir "toda la vida de la inversión" se incluyen los ingresos derivados de vender en el último instante las instalaciones productivas y los bienes de cambio en stock, como consecuencia de terminarse el proceso productivo. Es decir, la vida de la inversión termina cuando se ha cobrado el último importe proveniente de la realización de los activos de la inversión considerada.

Los métodos que se basan en el descuento de los ingresos (y egresos) futuros son los siguientes:

- a) El de la tasa interna de rendimiento sobre la inversión.
- b) El del valor actual o de la tasa externa de interés.

Origen y concepto del criterio de la tasa interna de rendimiento del proyecto

Joel Dean (2) ha sido quien desarrolló este criterio, dentro del campo micro económico de análisis, en virtud del cual la empresa calcula la tasa de rendimiento interna de cada proyecto de inversión en base al valor actual de los ingresos futuros, y luego efectúa la selección en base al orden decreciente de tasas. Este criterio representa un punto de partida altamente constructivo dentro de la metodología de selección de las inversiones de capital en las empresas privadas, al eliminar varias de las deficiencias que presentaban los criterios existentes hasta el momento de su proposición por Dean. Estos criterios son los que hemos analizado evaluado y criticado en los capítulos anteriores y, como se recordará, la falla principal de todos ellos radica en la falta de consideración de un aspecto fundamental de toda inversión: el momento (factor tiempo) en que se obtienen los ingresos futuros.

(2) - Ver sus libros: Capital Budgeting (New York: Columbia University Press, 1951) y Managerial Economics (Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs, N.J. 1951)

El criterio de la tasa interna de rendimiento sobre la inversión que analizamos en este capítulo consiste en:

- 1°) Establecer la tasa de rendimiento mínima para la empresa, en base a los objetivos trazados por la Dirección.
- 2°) Estimar los más probables (3) ingresos futuros durante toda la vida de la inversión.
- 3°) Determinar la tasa interna de rendimiento del proyecto de inversión mediante la comparación de los valores actuales de los ingresos futuros con los valores actuales de la inversión.
- 4°) Comparar la tasa de rendimiento del proyecto contra las tasas de rendimiento de otros proyectos alternativos.
- 5°) Seleccionar aquel proyecto que tenga la mayor tasa interna de rendimiento y seguir así sucesivamente en orden decreciente siempre que superen al rendimiento mínimo.

3. Formas típicas de corrientes de fondos

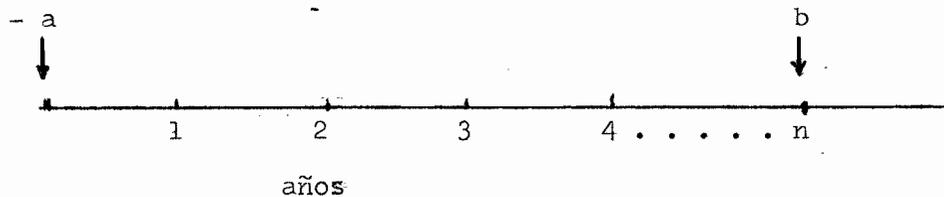
Al considerar la forma en que puede manifestarse la corriente de fondos (ingresos y egresos) de las inversiones, pueden distinguirse los siguientes casos básicos:

a) Un solo desembolso inicial y un solo ingreso futuro

Este caso es el más sencillo y consiste en la realización de una compra, inversión o gasto presente de a pesos, con la intención de venderlo dentro de n años en b pesos, tal que $b > a$

- (3) - Se dice "mas probables" por cuanto en este criterio se supone que los ingresos estimados son los que "mas probablemente" se presentarán en el futuro.

El gráfico correspondiente puede representarse así:



El signo - significa que se trata de un desembolso. El problema consiste en hallar cuál es la tasa interna de rendimiento (r) del proyecto que hace que el valor actual del ingreso futuro, b , sea igual al importe de la inversión presente, a .

La tasa de rendimiento anual (r), en base a una capitalización discreta anual, surge entonces la siguiente relación:

$$a = b \cdot \frac{1}{(1+r)^n}$$

Desde el punto de vista operativo, se utilizan tablas de valores actuales de un peso para distintos valores de r y n .

Dado que el tiempo n es, por hipótesis, supuestamente conocido (4), se trata de encontrar en la fila correspondiente a n , qué coeficiente de actualización multiplicado por b nos dá a .

La tasa r , a que corresponde ese coeficiente de actualización hallado es la tasa de rendimiento interno del proyecto.

Es de destacar que este caso, tal como veremos más adelante, se ha venido presentando con frecuencia en la Argentina en los últimos veinte años a fin de hacer frente al grave deterioro del poder adquisitivo del dinero, como consecuencia de la continua inflación (Compra de inmuebles y su posterior reventa).

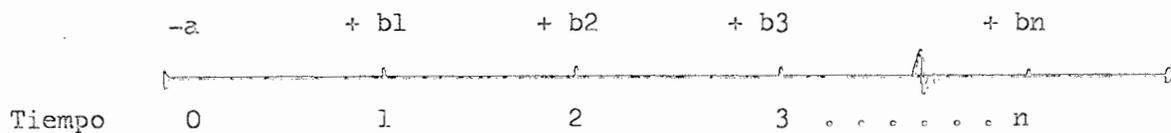
(4) - Se dice "supuestamente conocido", dado que la duración de la vida económica de la inversión es una mera conjetura.

b) Un solo desembolso inicial y varios ingresos futuros

Aquí nos hallamos frente a un único desembolso inmediato a, que se realiza en vista de la obtención de una serie de ingresos netos $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$.

La serie de ingresos netos $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$, es la diferencia entre los ingresos totales en efectivo $c_1, c_2, c_3, \dots, c_n$, y los egresos totales en efectivo, $d_1, d_2, d_3, \dots, d_n$, tal que $c_1 \geq d_1, c_2 \geq d_2, \dots, c_n \geq d_n$.

En consecuencia, podemos representar gráficamente la corriente de fondos de la siguiente manera:



Como puede apreciarse, este caso supone que, al término de los n años, la corriente de ingresos (rentas) se interrumpe y no se efectúa inversión nueva alguna.

La tasa interna de rendimiento anual de la inversión surge de relacionar las rentas futuras positivas, $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$, con la renta negativa a.

Dicha relación, basada en una capitalización anual, y siempre suponiendo a los fines prácticos, que las rentas $b_1, b_2, b_3, \dots, b_n$ se obtienen al fin de cada año, queda establecida por la siguiente ecuación:

$$a = \frac{b_1}{1+r} + \frac{b_2}{(1+r)^2} + \frac{b_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{b_n}{(1+r)^n}$$

o sea:

$s = n$

$$a = \sum_{s=1}^n \frac{b_s}{(1+r)^s}$$

Es decir, se trata de encontrar cual es la tasa de rendimiento, r , que hace que la suma de los valores actuales de los ingresos netos futuros sea igual al

importe de la inversión inmediata a . (5)

En la práctica, la tasa de rendimiento, r , se obtiene por aproximaciones sucesivas, partiendo de una tasa de interés cualquiera, y determinando cuál es -para esa tasa- el valor actual de los egresos e ingresos netos presentes y futuros.

Si el valor actual de los ingresos futuros es superior al valor actual de los egresos inmediatos, significa que la tasa de interés que se utilizó es inferior que la tasa de interés que correspondía haber aplicado. En consecuencia, se debe buscar una tasa de interés mayor que haga que el valor actual de los ingresos futuros (b_1, b_2, \dots, b_n) sea igual a valor actual de los egresos inmediatos a . La tasa hallada es el rendimiento interno, r , de la inversión.

- 2 -

(5) - Esta tasa de rendimiento, r , es lo que J.M. Keynes llama "eficiencia marginal del capital" y otros autores "índice de rendimiento", "rendimiento de la inversión", etc. Al respecto dice Keynes: "Defino la eficacia marginal del capital como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta Ahora bien, resulta evidente, que la tasa real de inversión corriente llegará hasta el punto en que ya no haya clase alguna de capital cuya eficacia marginal exceda de la tasa corriente de interés.

En otras palabras, la tasa de inversión se moverá hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficacia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés de mercado". Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero".

Págs. 135 y 136. Fondo de Cultura Económica, México, 1956.

En el caso que estamos considerando -un único desembolso inmediato y varios ingresos futuros- la tasa de rendimiento representa la mayor tasa de interés que se puede pagar sin perder dinero, si toda la inversión se efectúa con fondos prestados y el préstamo y sus intereses fueran devueltos por medio de los futuros ingresos de la inversión, a medida que se produzcan.

Esto puede verse con claridad a continuación, en el cuadro 6, en el que se muestra la inversión original, efectuada con fondos recibidos en préstamo, los ingresos netos futuros esperados, el interés a pagar por el préstamo a la tasa del 20% anual sobre saldos, y el importe del préstamo que se paga anualmente con los ingresos obtenidos de la inversión.

CUADRO 6 Ingresos netos y recuperación de la inversión

Inversión: \$ 299.060
 Ingreso anual neto después de impuesto a los
 réditos más depreciación de los Bienes de Uso \$ 100.000
 Vida económica del proyecto 5 años
 Tasa de interés que se paga por los fondos
 recibidos en préstamo 20 % anual

	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) - (3)
Año	Saldo adeudado al iniciar el período	Ingresos Netos Anuales	Intereses anuales que se pagan	Devolución anual de capital
1	\$ 299.060	\$ 100.000	59.812	\$ 40.188
2	258.872	100.000	51.774	48.226
3	210.646	100.000	42.129	57.871
4	152.775	100.000	30.555	69.445
5	83.330	100.000	16.670	83.330
Totales		500.000	200.940	299.060

Como puede apreciarse, 20 % es la tasa máxima que puede pagarse por el capital obtenido en préstamo y empleado en el proyecto considerado. En realidad, en principio, no tendría sentido obtener dinero en préstamo al 20 % para invertirlo en un proyecto que genera el 20 % de rendimiento anual. Esta tasa -del 20%- representa la "tasa límite" a utilizar para la aceptación o rechazo de los proyectos que se presenten.

De este concepto deriva la proposición -por parte de los sostenedores de este criterio- de que, una vez determinadas las tasas internas de rendimiento de las inversiones consideradas, se compare dichas tasas (en orden decreciente) con el costo del capital ajeno para la empresa. En base a esta comparación solo se aceptarían aquellas propuestas que tengan una tasa de rendimiento superior al costo del capital.

c) Un solo desembolso inicial y varios ingresos futuros luego de cierto período

Un caso especial dentro del tipo de corriente de fondos visto en b) es aquel que consiste en efectuar un solo desembolso inicial esperándose obtener varios ingresos futuros, pero luego de transcurrido cierto período.

Un ejemplo de esto es la plantación de árboles y la posterior explotación forestal. Asimismo la elaboración y comercialización de vinos finos y otros bienes de consumo que más aprecio reciben por un mayor estacionamiento. Las inversiones se realizan en un momento o lapso dado y se obtienen ingresos en uno o varios períodos futuros, pero luego de transcurrido cierto tiempo. Esto difiere de la fabricación de bienes durables de producción que se producen en forma relativamente inmediata a partir de la puesta en marcha de la inversión.

4. Aplicación del criterio a proyectos alternativos

Al aplicar este criterio a los proyectos que analizamos en los capítulos anteriores, llegamos -por primera vez- a determinar rendimientos que nos permiten clasificarlos adecuadamente.

En el cuadro 7 se muestran las tasas internas de rendimiento de cada proyecto y las clasificaciones que les correspondería en caso de aplicarse este criterio

llegando a conclusiones que surgen como razonables: G, con un 34,9 % de rendimiento es preferible a H (con un 27,4 %). Como puede verse, la suma de los ingresos netos totales duplica en ambos casos a la inversión original, pero las utilidades se generan más tempranamente en G que en H.

La inversión E provoca un rendimiento del 17,9 %, ocupando el tercer puesto frente a F, que si bien recupera la inversión en dos años, sólo genera un ingreso neto adicional de m\$ 6 millones, frente a una inversión de m\$ 20 millones. Aplicando otros criterios ya vistos, sería muy difícil determinar correctamente los montos relativos de E con respecto a C ya que si bien E permite obtener ingresos netos totales por m\$ 31 millones, contra m\$ 28 millones de C, éste los genera más rápidamente. Al utilizar este método se llega a que E es preferible a C (y también a D).

En cuanto a B, genera un importante ingreso neto, pero recién al cabo del cuarto año. Y este criterio le penaliza adecuadamente por ello, otorgándole el séptimo puesto.

Finalmente, A, aunque es el proyecto de más rápido reintegro, no genera rendimiento alguno. Mas bien al contrario, significa una pérdida real.

Por ello le corresponde la octava clasificación.

CUADRO 7: DESCRIPCIÓN DE LAS INVERSIONES HIPOTÉTICAS Y CLASIFICACIÓN EN BASE A LA TASA INTERNA DE RENDIMIENTO

DEL PROYECTO

(Pesos MCM en millones)

Inversión	Costo Inicial	INGRESOS NETOS DE CADA AÑO				Año 4 Valor Residual	Tasa Interna de Rendimiento	Clasificación en base a la tasa interna de rendimiento.
		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4			
A	\$ 30	\$ 30	\$ --	\$ --	\$ --	0 % (1)	8	
B	20	--	--	--	30	10,7 %	7	
C	20	7	7	7	7	15,0 %	5	
D	20	10	8	6	3	12,1 %	6	
E	20	5	7	9	10	17,9 %	3	
F	20	10	10	6	--	15,7 %	4	
G	10	5	5	5	5	34,9 %	1	
H	5	1	2	3	4	27,4 %	2	

(1) En realidad el rendimiento es negativo, y este criterio no lo alcanza a demostrar.

DETERMINACION DE LA TASA INTERNA DE RENDIMIENTO

DE LAS INVERSIONES DEL CUADRO 7

(peees MEX en miles)

Inversión A:

$$\frac{\$ 30}{(1+i)^0} = \$ 30; \text{ luego: } i = 0$$

Inversión B: (Utilizando los coeficientes de la Tabla I, al final de este Capítulo)

Año	Ingresos Netos.	Tasa 10%	Valor Actual	Tasa 15 %	Valor Actual
		Factor de Actualización		Factor de Actualización	
0	\$ (20.000)	1,0000	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)
4	\$ 30.000	0,6830	<u>20.490</u>	0,5718	<u>17.154</u>
			\$ 490		(\$ 2.846)

Interpolando:

$$A = \$ 3.336 \text{ ----- } 0,05$$

$$B = \$ 490 \text{ ----- } X$$

$$X = \frac{\$ 490 \times 0,05}{\$ 3.336} = \frac{2,45}{3.336} = 0,007344$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,10 + 0,0073 = 0,1073$$

INVERSION C:

Año	Ingresos Netos	Tasa: 10%	Tasa: 15%		
		Factor de Actualización	Valor Actual	Factor de Actualización	Valor Actual
0	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)
1	7.000	0,9091	6.364	0,8696	6.087
2	7.000	0,8264	5.785	0,7561	5.292
3	7.000	0,7513	5.259	0,6575	4.603
4	7.000	0,6830	4.781	0,5718	4.003
			\$ 2.189		(\$ 15)

Interpolando:

$$\Delta = 2.204 \$ \text{-----} 0,05$$

$$\xi = 2.189 \$ \text{-----} X$$

$$X = \frac{\$ 2.189 \times 0,05}{\$ 2.204} = 0,993 \times 0,05 = 0,0497$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,10 + 0,0497 = 0,1497$$

INVERSION D:

Año	Ingresos Netos	Tasa 10% Factor de Actualización	Valor Actual	Tasa 15% Factor de Actualización	Valor Actual
0	(\\$ 20.000)	1,0000	(\\$ 20.000)	1,0000	(\\$ 20.000)
1	10.000	0,9091	9.091	0,8696	7.906
2	8.000	0,8264	6.611	0,7561	4.999
3	6.000	0,7513	4.508	0,6575	2.964
4	3.000	0,6830	2.049	0,5718	1.170
			<u>2.259</u>		<u>(2.961)</u>

Interpolando:

$$\Delta = \$ 5.220 \text{ -----} 0,05$$

$$\delta = \$ 2.259 \text{ -----} x$$

$$x = \frac{\$ 2.259 \times 0,05}{\$ 5.220} = 0,4328 \times 0,05 = 0,0216$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,10 + 0,0216 = 0,1216$$

INVERSION E:

Año	Ingresos Netos	Tasa: 15%		Tasa: 20%	
		Factor de Actualización	Valor Actual	Factor de Actualización	Valor Actual
0	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)
1	5.000	0,8696	4.348	0,8333	4.167
2	7.000	0,7561	5,293	0,6944	4,861
3	9.000	0,6575	5,918	0,5787	5,208
4	10.000	0,5718	<u>5,718</u>	0,4823	<u>4.823</u>
			<u>\$ 1.277</u>		<u>\$ 941</u>

Interpolando:

$$\Delta = 2.218 \text{ -----} 0,05$$

$$\delta = 1.277 \text{ -----} X$$

$$X = \frac{\$ 1.277 \times 0,05}{\$ 2.218} = 0,5758 \times 0,05 = 0,0288$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,15 + 0,0288 = 0,1788$$

INVERSION F:

Año	Ingresos Netos	Tasa 15%		Tasa 20%	
		Factor de Actualización	Valor Actual	Factor de Actualización	Valor Actual
0	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)	1,0000	(\$ 20.000)
1	10.000	0,8696	8.696	0,8333	8.333
2	10.000	0,7561	7.561	0,6944	6.944
3	6.000	0,6575	3.945	0,5787	3.472
4	--	--	--	--	--
			\$ 202		(\$ 1.251)

Interpolando:

$$\Delta = \$ 1.453 \text{ -----} 0,05$$

$$\delta = \$ 202 \text{ -----} X$$

$$X = \frac{\$ 202 \times 0,05}{\$ 1.453} = 0,139 \times 0,05 = 0,00695$$

$$\$ 1.453$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,15 + 0,00695 = 0,157$$

INVERSION G:

Año	Ingresos Netos	Tasa: 30%		Tasa: 35%	
		Factor de Actualización	Valor Actual	Factor de Actualización	Valor Actual
0	(\$ 10.000)	1,0000	(\$ 10.000)	1,0000	(\$ 10.000)
1	5.000	0,7692	3.846	0,7407	3.704
2	5.000	0,5917	2.959	0,5487	2.744
3	5.000	0,4552	2.276	0,4064	2.032
4	5.000	0,3501	<u>1.751</u>	0,3011	<u>1.506</u>
			\$ 832		(\$ 14)

Interpolando:

$$\Delta = \$ 846 \text{ ----- } 0,05$$

$$\delta = \$ 832 \text{ ----- } x$$

$$x = \frac{\$ 832 \times 0,05}{\$ 846} = 0,9835 \times 0,05 = 0,04918$$

$$\$ 846$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,30 + 0,049 = 0,349$$

INVERSION H:

año	Egresos Pesos	Tasa: 25 %		Tasa: 30%	
		Factor de Actualización	Valor Actual	Factor de Actualización	Valor Actual
0	($\$$ 5.000)	1,0000	($\$$ 5.000)	1,0000	($\$$ 5.000)
1	1.000	0,8000	800	0,7692	769
2	2.000	0,6400	1.280	0,5917	1.183
3	3.000	0,5120	1.536	0,4552	1.366
4	4.000	0,4096	<u>1.633</u>	0,3501	<u>1.400</u>
			254		(282)

Interpolando:

$$\Delta = \$ 536 \text{-----} 0,05$$

$$\S = \$ 254 \text{-----} X$$

$$X = \frac{\$ 254 \times 0,05}{\$ 536} = 0,473 \times 0,05 = 0,02365$$

En consecuencia, la tasa de rendimiento es:

$$i = 0,25 + 0,0237 = 0,2737$$

5. Algunas consideraciones críticas en torno al criterio de la tasa interna de rendimiento

Al analizar los criterios anteriores (período de reintegro, estado financiero, etc.) se consideró si cumplían con una serie de requisitos mínimos y, dado que -como vimos- no los cumplían sino sólo parcialmente, no tenía mayor sentido entrar a considerar otros aspectos del análisis, de carácter más refinado. Sin embargo, en este punto cabe efectuar algunas consideraciones especiales en relación con el criterio que analizamos.

a) El precario conocimiento del futuro.

Al referirse a la evaluación de las inversiones decía Keynes (6) que "el hecho más destacado es lo precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables. Nuestro conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años venideros próximos es frecuentemente muy ligero y a menudo desdeñable. Si hemos de hablar con franqueza, tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable en los diez años próximos de un ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, la clientela de una medicina patentada, una línea transatlántica de vapores, o un edificio en la City de Londres, es muy limitado, y a veces nulo; y aún en los cinco años próximos. De hecho, quienes intentan en serio realizar semejante estimación se encuentran en tal minoría que su conducta no gobierna el mercado.

En consecuencia, si bien este criterio representa un gran avance respecto a los anteriores, debe reconocerse que las corrientes de ingresos y egresos en que se basa no son más que conjeturas, sujetas a una incertidumbre,

(6) - J. M. Keynes: "Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero".

Fondo de Cultura Económica, México 1956. pág. 148.

Hay algunos autores que consideran que "el método de los ingresos futuros descontados (o la tasa interna de rendimiento) automáticamente compensa en alguna forma la confianza decreciente en los ingresos futuros pronosticados porque asigna actuales significativamente más bajos a los ingresos que se esperan en los años futuros más distantes. En otras palabras, las estimaciones de ingresos o ahorros a obtenerse dentro de diez años tienen mucho menos peso sobre la tasa de rendimiento que el que tienen los ahorros a obtenerse en los primeros cinco años". (7)

Si bien reconocemos que siempre existe incertidumbre acerca del futuro, y en ciertos casos muy alta, nosotros consideramos, con esos autores que este criterio actúa como un reductor de esa incertidumbre, especialmente para los ingresos netos esperados a plazos más bien largos.

b) Limitaciones vinculadas al procedimiento de cálculo.

Diversos autores, como J.H. Lorie y L.J. Savage (8), E. Solomon (9), H. Bierman y Smith (10), y J.T.S. Porterfield (11), han destacado ciertas limitaciones, la primera de las cuales -a nuestro juicio infrecuente y algo sofisticada- pasamos a exponer.

La primera limitación deriva del procedimiento de cálculo, como consecuencia del cual algunos proyectos pueden tener más de una tasa interna de rendimiento. Así, supongamos que los flujos de fondos son, sintéticamente los siguientes:

(7) - Biermann y Smith: op. cit.

(8) - Ver "Three Problems in Rationing Capital", Journal of Business XXVIII, octubre 1955, págs. 229-239.

(9) - Ver "The Arithmetic of Capital-Budgeting Decisions", Journal of Business, XXIV, abril de 1956, págs. 124-129.

(10) - Ver "The Capital Budgeting Decision", The Macmillan Co, New York, 1960.

(11) - Ver "Decisiones de Inversión y Costos de Capital", Herrero Hnos. Suces. México, 1967, págs. 25 y sigs.

FLUJOS DE FONDOS

<u>Años</u>	<u>Proyecto A</u>	<u>Proyecto B</u>
0	(1)	(3)
1	5	7
2	(5)	(5)

Las tasas internas de rendimiento surgirán de la resolución de las siguientes ecuaciones:

PROYECTO A

$$1 + \frac{5}{(1+i)^2} = \frac{5}{1+i}$$

$$(1+i)^2 + 5 = 5(1+i)$$

$$1 + 2i + i^2 + 5 - 5 - 5i = 0$$

$$i^2 - 3i + 1 = 0$$

$$i = \frac{3 \pm \sqrt{9 - 4}}{2} = \frac{3 \pm \sqrt{5}}{2}$$

En consecuencia:

$$i_1 = \frac{3 + 2,23}{2} = \frac{5,23}{2} = 261\%$$

$$i_2 = \frac{3 - 2,23}{2} = \frac{0,77}{2} = 38\%$$

Es decir, hay dos tasas internas de rendimiento que satisfacen la ecuación de este proyecto.

PROYECTO B

$$3 + \frac{5}{(1+i)^2} = \frac{7}{1+i}$$

$$3(1+i)^2 + 5 = 7(1+i)$$

$$3 + 6i + 3i^2 + 5 - 7 - 7i = 0$$

$$3i^2 - i + 1 = 0$$

$$i = \frac{1 \pm \sqrt{1 - 12}}{6} = 0$$

En consecuencia, las raíces son imaginarias:

$$i_1 = \frac{1 + \sqrt{-11}}{6}$$

$$i_2 = \frac{1 - \sqrt{-11}}{6}$$

Es decir, no existen soluciones aceptables al problema.

Prueba: Proyecto A

Reemplazando en la 1ra. ecuación
tenemos:

a) Para $i = 261\%$

$$1 + \frac{5}{3,61^2} - \frac{5}{3,61} = 1 + \frac{5}{13} - \frac{5}{3,61}$$

$$= 1 + 0,38 - 1,38 = 0$$

b) Para $i = 38\%$

$$1 + \frac{5}{1,38^2} - \frac{5}{1,38} = 1 + 2,63 - 3,63 = 0$$

Sin embargo, consideramos que los casos en que se presentan proyectos de inversión con dos o más raíces (tasas internas de rendimiento) o con raíces imaginarias, son poco habituales y corresponden a flujos de fondos raros, con salidas netas de fondos en el futuro (cosa poco habitual) ya que normalmente existe un proceso de salidas netas, y luego uno de entradas netas de fondos).

c) Limitaciones vinculadas con las hipótesis relativas a las tasas de rendimiento y de financiación

La otra limitación es la siguiente: este criterio parte de la suposición de que los flujos de fondos (positivos o negativos) que se generan a lo largo de la vida de la inversión, son reinvertidos o financiados a la misma tasa interna de rendimiento del proyecto. Es decir, supone que:

1. La tasa interna de rendimiento que corresponderá a las inversiones potenciales a efectuar con los fondos positivos netos que genere el proyecto concreto será igual

Prueba: Proyecto B

No tiene sentido, ya que las raíces de la ecuación son imaginarias.

al costo del capital.

2. Ambas tasas (interna de rendimiento que corresponderá a las inversiones a efectuar, y la del costo futuro de capital) no sufrirán cambios a lo largo de toda la vida del proyecto.

Este tipo de limitaciones son, a nuestro juicio, de más importancia que las ya mencionadas anteriormente bajo b), dado que se trata de suposiciones que pueden no ser realistas por cuanto: a) la tasa interna de rendimiento que pudiera corresponder a las otras inversiones que eventualmente se efectúen con los flujos de fondos positivos netos que se produzcan durante la vida del proyecto concreto considerado pueden no ser iguales y, además, no ser iguales al costo de capital; y b) los costos futuros de capital pueden cambiar en el curso del tiempo, lo que invalidaría las conclusiones concernientes a los méritos del proyecto concreto considerado.

6. EVALUACION DEL CRITERIO DE LA TASA INTERNA DE RENDIMIENTO DEL PROYECTO

a) Características positivas:

Los aspectos positivos son los siguientes:

- i) Considera la relación entre ingresos netos futuros e inversión, lo que permite determinar un rendimiento (interno) de la inversión.
- ii) Distintamente al problema de clasificación de desembolsos en capitalizables y cargables al costo que se presenta en el criterio del estado contable, el rendimiento de la inversión queda determinado por los importes de los egresos e ingresos y las épocas en que se producen.
- iii) Toma en cuenta el valor-tiempo del dinero, ya que considera la época en que se originan los egresos e ingresos netos futuros.
En consecuencia, asimismo toma en cuenta las distintas formas (crecientes, decrecientes, constantes, etc.) en que se van generando los egresos e ingresos netos futuros.
- iv) A diferencia del criterio del estado contable, sólo se determina una única tasa de rendimiento sobre la inversión no recuperada en lugar de hacerlo sobre la inversión original o sobre la inversión promedio.

b) Características negativas - crítica.

Cabe hacer presente las siguientes críticas:

- i) El conocimiento acerca del futuro es muy deficiente. En consecuencia no obstante reconocer los avances de este criterio con respecto a los ya vistos-las estimaciones de ingresos y egresos netos de fondos en que se basan, lamentablemente, meras conjeturas.
- ii) Tiene limitaciones provenientes del procedimiento de cálculo que, en ciertos casos, hace posible la existencia de dos tasas internas de rendimiento para un mismo proyecto o la aparición de raíces imaginarias al resolver las ecuaciones (lo que provoca la consiguiente desorientación).

iii) Tiene limitaciones vinculadas con las hipótesis fundamentales; hipótesis que en muchos casos pueden ser falsas:

- 1) La igualdad entre la tasa interna de rendimiento de las inversiones potenciales a realizar (con los flujos de fondos positivos netos que genera el proyecto ~~concreto~~) y la de los costos futuros de capital; y
- 2) Ambas tasas (recién mencionadas) no experimentarán cambios durante toda la vida del proyecto.

TABLA 4
 Valor actual de \$ 1

$$v = \frac{1}{(1+i)^n} = (1+i)^{-n}$$

n	5 %	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
1	0,9524	0,9091	0,8696	0,8333	0,8000	0,7692	0,7407	0,7143	0,6897	0,6667
2	0,9070	0,8264	0,7561	0,6944	0,6400	0,5917	0,5487	0,5102	0,4756	0,4444
3	0,8638	0,7513	0,6575	0,5787	0,5120	0,4552	0,4064	0,3644	0,3280	0,2963
4	0,8227	0,6830	0,5718	0,4823	0,4096	0,3501	0,3011	0,2603	0,2262	0,1975
5	0,7835	0,6209	0,4972	0,4019	0,3277	0,2693	0,2230	0,1859	0,1560	0,1317
6	0,7642	0,5645	0,4323	0,3349	0,2621	0,2072	0,1652	0,1328	0,1076	0,0878
7	0,7107	0,5132	0,3759	0,2791	0,2097	0,1594	0,1224	0,0949	0,0742	0,0585
8	0,6768	0,4665	0,3269	0,2326	0,1678	0,1226	0,0906	0,0678	0,0512	0,0390
9	0,6446	0,4241	0,2843	0,1938	0,1342	0,0943	0,0671	0,0484	0,0353	0,0260
10	0,6139	0,3855	0,2472	0,1615	0,1074	0,0725	0,0497	0,0346	0,0243	0,0170
11	0,5847	0,3505	0,2149	0,1346	0,0859	0,0558	0,0368	0,0247	0,0168	0,0115
12	0,5568	0,3186	0,1869	0,1122	0,0687	0,0429	0,0273	0,0176	0,0116	0,0077
13	0,5303	0,2987	0,1625	0,0935	0,0550	0,0330	0,0202	0,0126	0,0080	0,0051
14	0,5051	0,2633	0,1413	0,0779	0,0440	0,0253	0,0150	0,0090	0,0055	0,0034
15	0,4810	0,2394	0,1229	0,0649	0,0352	0,0195	0,0111	0,0064	0,0038	0,0023
16	0,4581	0,2176	0,1069	0,0541	0,0281	0,0150	0,0082	0,0046	0,0026	0,0015
17	0,4363	0,1978	0,0929	0,0451	0,0225	0,0116	0,0061	0,0033	0,0019	0,0010
18	0,4155	0,1799	0,0808	0,0376	0,0180	0,0089	0,0045	0,0023	0,0012	0,0007
19	0,3957	0,1635	0,0703	0,0313	0,0144	0,0068	0,0033	0,0017	0,0009	0,0005
20	0,3769	0,1486	0,0611	0,0261	0,0115	0,0053	0,0025	0,0012	0,0006	0,0003
21	0,3589	0,1351	0,0531	0,0217	0,0092	0,0040	0,0018	0,0009	0,0004	0,0002
22	0,3418	0,1228	0,0462	0,0181	0,0074	0,0031	0,0014	0,0006	0,0003	0,0001
23	0,3256	0,1117	0,0402	0,0151	0,0059	0,0024	0,0010	0,0004	0,0002	0,0001
24	0,3101	0,1015	0,0349	0,0126	0,0047	0,0018	0,0007	0,0003	0,0001	--
25	0,2953	0,0923	0,0304	0,0105	0,0038	0,0014	0,0006	0,0002	0,0001	--
26	0,2812	0,0839	0,0264	0,0087	0,0030	0,0011	0,0004	0,0002	0,0001	--
27	0,2678	0,0763	0,0230	0,0073	0,0024	0,0008	0,0003	0,0001	--	--
28	0,2551	0,0693	0,0200	0,0061	0,0019	0,0006	0,0002	0,0001	--	--
29	0,2429	0,0630	0,0174	0,0051	0,0015	0,0005	0,0002	0,0001	--	--
30	0,2314	0,0573	0,0151	0,0042	0,0012	0,0004	0,0001	--	--	--

C A P I T U L O V

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS Y EL VALOR -TIEMPO DEL DINERO, EL CRITERIO DEL VALOR ACTUAL NETO (O DE LA TASA EXTERNA DE INTERESES)

1. Introducción

En el capítulo anterior se analizó el criterio de la tasa interna de rendimiento sobre la inversión, que representa un avance importante en la metodología relativa a la selección de las inversiones por las empresas privadas. En este otro se considera el criterio llamado del "valor actual neto" sobre la base de la estimación previa del "costo de capital" para la empresa considerada. Hoy día se considera que el método del valor actual neto (o de valores descontados) es el criterio más correcto para estudios de importancia.

2. Contenido del criterio del valor actual neto

Se basa en el mismo concepto básico del criterio de la tasa interna, en el sentido de que el factor tiempo, al asignar una menor importancia a los ingresos más lejanos, tiene una significativa importancia en la determinación del mérito del proyecto.

Este criterio consiste en:

- 1°) Elegir una tasa de interés que representa el costo del capital para la empresa.
- 2°) Establecer el valor actual de los desembolsos necesarios, usando dicha tasa de interés.
- 3°) Determinar el valor actual de los ingresos esperados, utilizando la misma tasa de interés.
- 4°) Restar el valor actual de los desembolsos del valor actual de los ingresos esperados, obteniendo así el valor actual neto de la inversión.
- 5°) Aceptar, en principio, todas las inversiones independientes que tengan un valor actual neto superior a cero; y rechazar aquéllas cuyo valor actual neto sea inferior a cero.
- 6°) Seleccionar aquellos proyectos que generen un valor actual neto mayor en orden decreciente de importancia.

Como puede verse, el primer paso de este criterio consiste en determinar la tasa de interés (costo de capital) que habrá de utilizarse para establecer los valores actuales de los ingresos y desembolsos. Es aquí precisamente donde se plantea uno de los problemas fundamentales: ¿Cómo se establece el costo de capital para la empresa? Este problema ha sido muy discutido por diversos autores. A los fines de nuestro análisis puede decirse que el valor actual de una inversión, calculado al costo de capital, es el importe máximo que una empresa puede desembolsar sin experimentar un perjuicio financiero.

Si la empresa, hipotéticamente, llega a desembolsar justo ese importe máximo, no experimentará beneficio ni perjuicio financiero alguno. Cuanto menor sea el desembolso, mayor será el beneficio financiero que obtenga.

Simplificando el problema, si el costo de capital es 30% y la empresa considera que un determinado proyecto permitirá obtener dentro de un año m\$n. 130.000. de ingresos, el máximo desembolso que hoy puede efectuar es de m\$n. 100.000. Si desembolsa m\$n. 90.000 en lugar de m\$n. 100.000, obteniendo dentro de un año m\$n.130.000, el valor actual neto de la inversión es m\$n. 10.000.- (es decir, la diferencia entre el desembolso efectuado de m\$n. 90.000 y el importe máximo que la empresa estaba en condiciones de invertir sin experimentar perjuicio financiero alguno).

Cuando el valor actual del desembolso es mayor que el valor actual de los ingresos futuros significa que el proyecto no alcanza a rendir la tasa de interés (costo de capital) aplicada para evaluar el proyecto.

3°) El error en la estimación del costo de capital y sus efectos sobre la clasificación de las inversiones.

Como ya se ha dicho, la estimación del costo del capital para la empresa es uno de los problemas más difíciles por resolver al efectuar la evaluación de los proyectos. En consecuencia, surge una pregunta lógica y fundamental: ¿Qué efecto tiene un error de estimación del costo del capital en la clasificación de los proyectos considerados? O dicho en otros términos: ¿Se llega a una distinta clasificación de las inversiones alternativas en caso de cometerse un error en la estimación del costo de capital?

A esta pregunta puede contestarse, por lo menos, mediante un análisis empírico. A este fin, a continuación se establecen los resultados de los ocho proyectos anteriormente vistos, aplicando el presente criterio, y sobre la base de tres tasas de interés que representan distintas estimaciones del costo de capital (con grandes diferencias entre ellas) : 10%, 20% y 30% (1).

(1) Es muy difícil (e inverosímil) que una empresa llegue a cometer el error de considerar para diversos proyectos, un costo del capital del 10% cuando debiera tomar en cuenta uno del 30%. Obviamente, el error que llegue a cometer debiera ser normalmente mucho menor (digamos, tomar una tasa del 20% en lugar del 25%, o del 25% en lugar del 30%, etc.).

CUADRO 8:

VALOR ACTUAL Y CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES EN BASE A UNA TASA EXTERNA

DE INTERES DEL 10% ANUAL

(Pesos m/n. en miles)

<u>Inversión</u>	<u>Costo Inicial</u>	<u>Ingresos Netos de cada año</u>			<u>Año 4 Valor Residual</u>	<u>Valor Actual Neto</u>	<u>Clasificación</u>	
		<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>			<u>Acceptable</u>	<u>Inacceptable</u>
A	\$ (30.000)	\$ 30.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (2.727)		x.
B	(20.000)	-	-	-	30.000	490	7	
C	(20.000)	7.000	7.000	7.000	7.000	2.189	5	
D	(20.000)	10.000	8.000	6.000	3.000	2.259	4	
E	(20.000)	5.000	7.000	9.000	10.000	3.921	2	
F	(20.000)	10.000	10.000	6.000	---	1.863	6	
G	(10.000)	5.000	5.000	5.000	5.000	5.850	1	
H	(5.000)	1.000	2.000	3.000	4.000	2.548	3	

Cálculos del Cuadro 8: Tasa: 10% anual

(Pesos m/n. en miles)

Inversión A

<u>Año</u>	<u>Ingresos</u>	<u>Coeficiente de Actualización</u>	<u>Valor Actual</u>
0	\$ (30.000)	1.0000	\$ (30.000)
1	30.000	0.9091	27.273
2	-	0.8264	-
3	-	0.7513	-
4	--	0.6830	-
			<u>2.727</u>
			=====

Inversión B

0	\$ (20.000)	1.0000	\$ (20.000)
1	-	0,9091	-
2	-	0,8264	-
3	-	0,7513	-
4	30.000	0,6830	<u>20.490</u>
			\$ 490
			=====

Inversión C

0	\$ (20.000)	1.0000	\$ (20.000)
1	7.000	0,9091	6.364
2	7.000	0,8264	5.785
3	7.000	0,7513	5.259
4	7.000	0,6830	<u>4.781</u>
			\$ 2.189
			=====

Inversión D

0	\$ (20.000)	1.0000	\$ (20.000)
1	10.000	0,9091	9.091
2	8.000	0,8264	6.611
3	6.000	0,7513	4.508
4	3.000	0,6830	2.049
			<u>2.259</u>
			<u><u>\$ 2.259</u></u>

Inversión E

0	\$ (20.000)	1.0000	\$ (20.000)
1	5.000	0,9091	4.545
2	7.000	0,8264	5.784
3	9.000	0,7513	6.762
4	10.000	0,6830	6.830
			<u>3.921</u>
			<u><u>\$ 3.921</u></u>

Inversión F

0	\$ (20.000)	1.0000	\$ (20.000)
1	10.000	0,9091	9.091
2	10.000	0,8264	8.264
3	6.000	0,7513	4.508
4	-	0,6830	-
			<u>1.863</u>
			<u><u>\$ 1.863</u></u>

Inversión G

0	\$ (10.000)	1.0000	\$ (10.000)
1	5.000	0,9091	4.546
2	5.000	0,8264	4.132
3	5.000	0,7513	3.757
4	5.000	0,6830	3.415
			<u>3.415</u>
			<u><u>\$ 3.850</u></u>

Inversión H

0	(5.000)	1,0000	\$ (5.000)
1	1.000	0,9091	909
2	2.000	0,8264	1.653
3	3.000	0,7513	2.254
4	4.000	0,6830	<u>2.732</u>
			<u>\$ 2.548</u>
			=====

CUADRO 9: VALOR ACTUAL Y CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES EN BASE A UNA TASA EXTERNA DE INTERES

DEL 20% ANUAL
(pesos m/n. en miles)

<u>Inversión</u>	<u>Costo Inicial</u>	<u>Ingresos netos de cada año</u>			<u>Año 4 Valor Residual</u>	<u>Valor Actual Neto</u>	<u>Clasificación</u>	
		<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>			<u>Aceptable</u>	<u>Inaceptable</u>
A	\$ (30.000)	\$ 30.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (5.000)		x
B	(20.000)	-	-	-	30.000	(5.531)		x
C	(20.000)	7.000	7.000	7.000	7.000	(1.879)		x
D	(20.000)	10.000	8.000	6.000	3.000	(1.193)		x
E	(20.000)	5.000	7.000	9.000	10.000	(941)		x
F	(20.000)	10.000	10.000	6.000	-	(1.251)		x
G	(10.000)	5.000	5.000	5.000	5.000	2.945	1	
H	(5.000)	1.000	2.000	3.000	4.000	887	2	

Cálculos del Cuadro 9: Tasa : 20% anual

(Pesos m/n. en miles)

Inversión A

<u>Año</u>	<u>Ingresos</u>	<u>Coefficiente de Actualización</u>	<u>Valor Actual</u>
0	\$ (30.000)	1,0000	\$ (30.000)
1	30.000	0,8333	25.000
2	-	--	-
3	-	-	-
4	-	--	-
			<u>\$ (5.000)</u>

Inversión B

0	\$ (20.000)	1,000	\$ (20.000)
1	-	-	-
2	-	-	-
3	-	-	-
4	30.000	0,4823	<u>14.469</u>
			<u>\$ (5.531)</u>

Inversión C

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	7.000	0,8333	5.833
2	7.000	0,6944	4.861
3	7.000	0,5787	4.051
4	7.000	0,4823	<u>3.376</u>
			<u>\$ (1.879)</u>

Inversión D

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	10.000	0,8333	8,333
2	8.000	0,6944	5.555
3	6.000	0,5787	3.472
4	3.000	0,4823	<u>1.447</u>
			\$ (1.193)

=====

Inversión E

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	5.000	0,8333	4.167
2	7.000	0,6944	4.861
3	9.000	0,5787	5.208
4	10.000	0,4823	<u>4.823</u>
			\$ (941)

=====

Inversión F

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	10.000	0,8333	8,333
2	10.000	0,6944	6,944
3	6.000	0,5787	3,472
4	-	0,4823	<u>-</u>
			\$ (1,251)

=====

Inversión G

0	\$ (10.000)	1,0000	\$ (10.000)
1	5.000	0,8333	4.167
2	5.000	0,6944	3.472
3	5.000	0,5787	2.894
4	5.000	0,4823	<u>2.412</u>
			\$ 2.945
			=====

Inversión H

0	\$ (5.000)	1,0000	\$ (5.000)
1	1.000	0,8333	833
2	2.000	0,6944	1.389
3	3.000	0,5787	1.736
4	4.000	0,4823	<u>1.929</u>
			\$ 887
			=====

CUADRO 10: VALOR ACTUAL Y CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES EN BASE A UNA TASA EXTERNA DE INTERES

DEL 30% ANUAL

(Pesos m\$n. en miles)

Inversión	Costo Inicial	Ingresos Netos de cada año			Año 4 Valor Residual	Valor Actual Neto	Clasificación	
		Año 1	Año 2	Año 3			Aceptable	Inaceptable
A	\$ (30.000)	\$ 30.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (6.924)		x
B	(20.000)	-	-	-	30.000	(9.494)		x
C	(20.000)	7.000	7.000	7.000	7.000	(4.837)		x
D	(20.000)	10.000	8.000	6.000	3.000	(3.792)		x
E	(20.000)	5.000	7.000	9.000	10.000	(4.413)		x
F	(20.000)	10.000	10.000	6.000	-	(3.660)		x
G	(10.000)	5.000	5.000	5.000	5.000	832	1	
H	(5.000)	1.000	2.000	3.000	4.000	(231)		x

CÁLCULOS DEL CUADRO 10: Tasa: 30% anual.

(Pesos m/n. en miles)

Inversión A.

<u>Año</u>	<u>Ingresos</u>	<u>Coefficiente de Actualización</u>	<u>Valor Actual</u>
0	\$ (30.000)	1,0000 .	\$ (30.000)
1	30.000	0,7692	23.076
2	-	-	-
3	-	-	-
4	-	-	-
			<u>\$ (6.924)</u>

Inversión B

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	-	-	-
2	-	-	-
3	-	-	-
4	30.000	0,3502	<u>10.506</u>
			<u>\$ 9,494</u>

Inversión C

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	7.000	0,7692	5,384
2	7.000	0,5917	4,142
3	7.000	0,4552	3,186
4	7.000	0,3502	<u>2,451</u>
			<u>\$ (4.837)</u>

Inversión D

0	\$ (20.000)	1,0000	\$(20.000)
1	10.000	0,7692	7,692
2	8.000	0,5917	4,734
3	6.000	0,4552	2.731
4	3.000	0,3502	<u>1.051</u>
			\$(3,792)
			=====

Inversión E

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	5.000	0,7692	3,846
2	7.000	0,5917	4.142
3	9,000	0,4552	4.097
4	10.000	0,3502	<u>3.502</u>
			\$ 4.413
			=====

Inversión F

0	\$ (20.000)	1,0000	\$ (20.000)
1	10.000	0,7692	7.692
2	10.000	0,5917	5,917
3	6.000	0,4552	2,731
4	-	--	<u>-</u>
			\$ (3.660)
			=====

Inversión G

0	\$ (10.000)	1,0000	\$ (10.000)
1	5.000	0,7692	3.846
2	5.000	0,5917	2.959
3	5.000	0,4552	2.276
4	5.000	0,3502	<u>1.751</u>
			\$ 832

Inversión H

0	\$ (5.000)	1,0000	\$ (5.000)
1	1.000	0,7692	769
2	2.000	0,5917	1.183
3	3.000	0,4552	1.366
4	4.000	0,3502	<u>1.401</u>
			\$ (281)

De los cálculos efectuados se obtienen las siguientes conclusiones:

- 1°) En todos los casos considerados (con una tasa de interés del 10%, 20% y 30%), a la inversión G le correspondió siempre la clasificación N° 1. Es decir, que los diversos costos de capital utilizados no afectaron la selección de esta inversión de entre las ocho alternativas analizadas.
 - 2°) La inversión H resultó aceptable cuando se la sometió a un supuesto costo de capital del 10% y 20%. Empero, no resistió el proceso de selección basado en la aplicación de un costo de capital mayor (del 30%), que la tornó inaceptable.
 - 3°) Los proyectos B, C, D, E y F sólo aparecen como aceptables en el caso de evaluárselos sobre la base de un costo de capital bajo (10%), siendo inaceptables cuando la evaluación se efectúa con tasas mayores (20% y 30%, en nuestro caso).
 - 4°) La inversión A es inaceptable en todos los casos (ya se la evalúe con una tasa del 10%, 20% o 30%) lo que, obviamente, es una conclusión correcta, ya que ni siquiera recupera la inversión originalmente efectuada.
- En síntesis, de esto se concluye que: CUANDO SE EVALUA MEDIANTE EL CRITERIO DEL VALOR ACTUAL NETO VARIAS INVERSIONES CON DISTINTOS FLUJOS DE INGRESOS NETOS, LAS TASAS DE INTERES (COSTO DE CAPITAL) QUE SE CONSIDEREN PUEDE AFECTAR SIGNIFICATIVAMENTE LA SELECCION FINAL DE ENTRE LAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS.

4. EVALUACION DEL CRITERIO DEL VALOR ACTUAL NETO.

1. Características positivas

Las características positivas son:

- a) Elimina el problema de la clasificación de los desembolsos en capitalizables y cargables al costo que se presenta en el criterio del estado contable, ya que la recuperación del capital queda determinada por los importes de los ingresos y las épocas en que se obtienen. Este es un aspecto positivo que también lo tiene el criterio de la tasa

interna de rendimiento del proyecto.

- b) Toma en cuenta el valor-tiempo del dinero, ya que considera la época en que se obtienen los ingresos netos futuros.

En consecuencia, al igual que el criterio de la tasa interna de rendimiento, toma también en cuenta las distintas formas (crecientes, decrecientes, constantes, etc.) en que se generarán los ingresos netos futuros.

- c) Permite considerar distintas tasas de interés (costo de capital) para la empresa en el transcurso del tiempo. Esta una diferencia importante con relación al criterio de la tasa interna de rendimiento del proyecto, cuando se supone que el costo del capital puede hacerse más caro o barato a medida que transcurren los años. Al tomar en cuenta diversas tasas en distintos años, la clasificación de los proyectos podrá diferir de aquella que resulta de aplicar el criterio de la tasa interna de rendimiento.

2. Características negativas.

- a) No determina una tasa de rendimiento de cada proyecto. Sin embargo, al establecer un valor actual neto único para cada proyecto, permite clasificarlos con mayor seguridad.
- b) Supone que las entradas intermedias de caja generadas por el proyecto se reinvertirán a una tasa de rendimiento igual a la tasa externa de interés usada, y que las salidas de caja se financiarán a esa misma tasa de interés. Esto, obviamente, es una hipótesis teórica, ya que habrá que ver si en los hechos, las oportunidades de reinversión y las facilidades de financiación se presentan a la misma tasa de "costo de capital" que se utilizó cuando se efectuaron los cálculos para la evaluación del proyecto considerado. (2).

(2) Ver la crítica a esta hipótesis que efectúa J.T.S. Porterfield en su libro "Decisiones de inversión y costos de capital". Herrero Hnos. Suc. S.A. Editores, México, 1967.

c) Habitualmente existe dificultad en determinar el "costo de capital" para evaluar el proyecto. Y esto es así, por cuanto la financiación del proyecto admite formas diversas a las que corresponden tasas de interés también distintas. Para hacer frente a este problema existen básicamente dos soluciones: a) Para la financiación mediante fondos autogenerados, la utilización del "costo de oportunidad" (la tasa de rendimiento que se deje de ganar por no utilizar estos fondos en otros proyectos alternativos): y b) Para la financiación mediante capital ajeno, considerar la tasa de interés que se pagaría para poder disponer de ellos (3). En nuestra opinión, y con respecto al "costo de oportunidad", cada empresa debiera fijar una tasa de rendimiento mínima sobre la inversión, a fin de que sirva de base para la aprobación (o rechazo) de los proyectos, de modo que se impugnen aquellos que no alcancen ese mínimo, salvo que haya otros factores que hagan imprescindible su realización (necesidad, estrategia, seguridad, atención del personal) (4).

Al respecto, deseamos destacar algunos aspectos que consideramos de interés. K. Boulding se muestra partidario del criterio de la "tasa interna de interés" ya que -según él- es más razonable calcular el tiempo de rendimiento de una inversión que determinar la renta actualizada sobre la base de un tipo de interés arbitrario (arbitrary rate of interest) (citado por H. Peumans: "Valoración de proyectos de Inversión". Edic. DEUSTO. Bilbao, 1967. Pág. 54).

-
- (3) El concepto de costo de capital ha sido analizado en profundidad por diversos autores y merecería, de por sí, un tratamiento más extenso, especialmente teniendo en cuenta los cambios importantes que se están produciendo en el mercado de capitales de la Argentina. El intento lo reservamos para otro trabajo.
- (4) Ver, del autor, en colaboración, el libro "Organización y Control de Empresas". Edit. Macchi, Bs.As., 1968.

Aún cuando otros autores han criticado la posición de Boulding, nosotros pensamos que éste no deja de tener parte de razón ya que, sin lugar a dudas, la selección de la tasa que representa el "costo de capital" para una empresa determinada no es una cosa sencilla, dado que admite respuestas muchas veces variadas. Más aún, el problema se complica en mayor forma en el caso de mercados financieros altamente imperfectos como en la Argentina donde en épocas de inflación se dan al mismo tiempo, en términos reales, tasas de interés (costo de capital) positivas y negativas. Y esto ocurre no solo como consecuencia de la disparidad de tasas de interés para compañías de primera, segunda o tercera línea, o por problemas vinculados con el corto o largo plazo de los préstamos, sino - y en gran medida - por la coexistencia de tasas de interés en pesos moneda nacional y en monedas duras.

A fin de poder efectuar evaluaciones coherentes, resulta fundamental homogeneizar las tasas de interés, expresando el "costo de capital" que corresponde a cada proyecto alternativo de acuerdo a un mismo criterio: ya sea utilizando siempre tasas de interés en pesos o en monedas duras. La falta de esta homogeneidad llevará casi indefectiblemente a evaluaciones y decisiones erróneas.

d) Frecuentemente se presenta el caso en que los proyectos considerados no muestran alternativas completas, ya sea porque:

I) El tiempo más probable durante el cual se supone se generarán los ingresos por parte de cada proyecto es en cada caso distinto: y/o

II) El monto de inversión requerido por cada proyecto alternativo es distinto.

Esto es precisamente lo que ocurre en el caso analizado anteriormente (ya que los proyectos A y F tienen tiempos de generación de ingresos distintos de los restantes y, además, los montos de inversión requeridos son también distintos para varios proyectos (A frente a B, C, D, E, F, frente a G y a H).

En estos casos no es posible aplicar lisa y llanamente los criterios de inversión, dado que las alternativas son incompletas. Las formas de encarar la solución de estos problemas son las siguientes:

DISTINTAS DURACIONES

Para afrontar este problema se han pensado hasta el presente básicamente dos soluciones:

1. Hacerlo sobre la base del mínimo común múltiple de las duraciones (lo cual, de acuerdo con Peumans, consideramos que no es una forma muy realista de analizar el problema, ya que es muy difícil que cuando se terminen de generar los ingresos del proyecto de menor duración deba necesariamente volverse a repetir dicha inversión, especialmente si se tiene en cuenta el vertiginoso avance tecnológico de nuestros días) (5);
2. Limitar los cálculos del tiempo correspondiente al proyecto de menor duración, procedimiento que aún cuando pudiera parecer más adecuado, presenta el inconveniente de que es necesario estimar el valor residual para el proyecto más duradero, y en gran número de casos el valor residual (de mercado) puede ser pequeño y, sin embargo, los bienes pueden seguir generando importantes beneficios durante varios años más.

DISTINTOS MONTOS DE INVERSION

En este caso, suponiendo que el proyecto que requiere mayor inversión (digamos A) genere un más alto valor actual neto que otro B) sólo debiera ser elegido si para el excedente de inversión no pudiera obtenerse, mediante otro proyecto (C), un valor actual neto superior a la diferencia entre los valores actuales netos de A y B (5).

(5) Ver al respecto el libro de H. Peumans: "Valoración de Proyectos de Inversión"

Ediciones Deusto. Bilbao, 1967, págs. 146 á 151.

ANEXO AL CAPITULO V

LAS DECISIONES DE INVERSION Y LA INFLACION : LA ARGENTINA

Hasta aquí se han visto los criterios de decisión de inversiones de capital tratándose de moneda estable. Cabe preguntarse qué procedimiento cabe aplicar en los países con una economía inflacionaria como la que prevaleció en la Argentina durante tantos años.

En nuestro país existió en los últimos veinte años una fuerte inflación monetaria que ha disminuido sensiblemente el poder de compra de la moneda. En la práctica, y desde el punto de vista de las inversiones, este ha tenido por lo menos tres importantes efectos.

1. Que una parte muy significativa del ahorro nacional haya emigrado al exterior, a fin de lograr rendimientos en moneda estable (evitando los rendimientos nulos o negativos en pesos moneda nacional). De esta manera, la inflación actuó como un factor reductor del monto de ahorro disponible internamente para realizar inversiones en la Argentina;
2. Que las empresas, al realizar sus inversiones en el país, tendieran a endeudarse en mayor proporción que lo que se considera aceptable en economías con moneda estable; y
3. Que ese mayor endeudamiento tratara de ser efectuado fundamentalmente a largo plazo.

Aceptemos momentáneamente, a los efectos de este análisis, que el aumento del índice del costo de vida refleja, con bastante aproximación, el deterioro del poder adquisitivo de la moneda en el orden interno. En 1965 el aumento del índice del costo de vida fue de alrededor del 38%. En consecuencia, a fines de ese año un peso moneda nacional tenía un poder de compra de $m\$n \frac{1.-}{1,38} = m\$n. 0,72$ de principios de ese año. Surgen como consecuencia de esta depreciación del poder adquisitivo de la moneda algunos problemas de inversiones de sumo interés. Un caso típico es el que se pasa a analizar.

ESTIMACION DEL VALOR ACTUAL NETO CUANDO LOS DESEMBOLSOS SON FIJOS Y LOS INGRESOS NETOS CRECIENTES POR RAZONES DE INFLACION.

El problema que se analiza a continuación es muy frecuente en las operaciones de las empresas (y también de los individuos).

Supongamos en este ejemplo, que se trata de adquirir un activo de m\$n 4 millones (precio fijo) que se debe pagar en varios años, y el cual genera los ingresos efectivos netos siguientes (se supone que los pagos y los cobres se hacen al final de cada año):

Año	Desembolsos	Ingresos Netos
	(m\$n en miles de moneda corriente)	
0	(2 000)	-
1	(286)	400
2	(286)	480
3	(286)	576
4	(286)	691
5	(286)	829
6	(286)	995
7	(284)	1.143
7	Valor residual	12.000

La inversión impaga devenga un interés del 15% anual en pesos moneda nacional.

Se supone que la tasa de depreciación monetaria será del 30% anual. Sin embargo se estima que:

- a) los ingresos netos resultantes de la puesta en operación de dicho activo sólo podrán aumentarse (por problemas potenciales de mercado) en un 20% anual ; y
- b) el valor residual del bien en pesos corrientes, al finalizar las operaciones será igual al valor original más un 20% acumulativo anual. Se supone que al realizarse los activos se cobrará el 50% al contado y el resto en tres cuotas anuales iguales y consecutivas, devengándose un interés adelantado del 15% anual sobre saldos.

Como puede apreciarse, conservadoramente se prevé que los ingresos netos de a) las operaciones y b) el valor residual por venta del activo, aumentarán a una tasa anual (20%), inferior al incremento de la depreciación del valor de la moneda (30% anual).

Este planteo teórico-práctico aparece desarrollado en el Cuadro 1. En el sector de la izquierda se presenta todo el proceso de la inversión, los ingresos netos de operación y de la desinversión, en pesos corrientes. La columna 1 muestra la forma en que se hacen los desembolsos para adquirir el activo considerado. La columna 2 indica los saldos de deuda pendientes de pago al fin de cada año. En la columna 3 aparecen calculados los intereses que se pagan en cada año sobre los mencionados saldos de deuda pendientes de pago. La columna 4 presenta los ingresos netos de operación de cada año, suponiendo que al séptimo año se venda el activo. En la columna 5 aparecen calculados los intereses que se cobran sobre los saldos impagos del activo vendido. La sumatoria de todos estos ingresos y egresos aparece en la columna 6.

En el sector de la derecha se efectuó un ajuste de los importes de la columna 6, a fin de convertirlos a pesos constantes del año cero (en que se inició la inversión). En la columna 7 se muestran los coeficientes de ajuste, por los que se debe dividir a los importes en pesos corrientes de la columna 6 para obtener su equivalente en pesos constantes. La columna 8 muestra esos ingresos y egresos netos de la columna 7 ya convertidos a pesos constantes. Finalmente, las columnas 9 y 10 permiten determinar el valor actual neto en moneda constante, suponiendo que el costo de capital para la empresa considerada es también del 15% anual en pesos.

Como puede verse, expresada en pesos constantes del año cero, esta inversión presenta un flujo neto de fondos "negativo", no obstante que el flujo neto de fondos en moneda corriente arroja un importe positivo de m\$n 13.766.000.-

Es decir, provocaría una pérdida real, dado que se estima que los aumentos de precios correspondientes a los ingresos crecerán a un ritmo menor que el de la inflación interna (deterioro del poder adquisitivo del peso). Además, y como consecuencia de esto, el rendimiento real en moneda constante es negativo, ya que el valor actual neto en moneda constante es negativo en m\$n. 1.525.000.-

Del estudio efectuado se infiere la importancia que ha asumido la variable "inflación" en países como el nuestro y la necesidad de que, a fin de evitar graves errores en las decisiones de inversión, se trabaje con datos de poder adquisitivo homogéneo (equivalente).

CUADRO 11: ESTIMACION DEL RENDIMIENTO EN CASO DE DESEMBOLSOS FIJOS
CON INGRESOS NETOS Y VALOR RESIDUAL EN FORMA MENOS QUE
PROPORCIONAL AL AUMENTO DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS.

X (m\$n. en miles de moneda corriente)

(m\$n. en miles de moneda constante)

Año	Pago de la Inversión	Saldo al fin del año	Intereses Pagados	Ingresos Netos de Oper.yVta.	Intereses s/saldo Val.Residual	Flujo Oper.yVta.	Divisor para Ajuste por inflación	Flujo neto de fondos de moneda constante	Costo de Capital 15%	Valor Residual
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) + (3) + (4) + (5)	(7)	(8)	(9)	(10)
0	(2.000)	2.000	(300)	-	-	(2.300)	1.0	(2.300)	1.0000	(1.000)
1	(296)	1.714	(257)	400	-	(143)	1.3	(110)	0.9696	(1.000)
2	(296)	1.428	(214)	430	-	(20)	1.69	(12)	0.7561	(1.000)
3	(296)	1.142	(171)	576	-	119	2.20	54	0.6575	(1.000)
4	(296)	956	(128)	691	-	277	2.86	97	0.5718	(1.000)
5	(286)	570	(86)	829	-	457	3.72	123	0.4972	(1.000)
6	(286)	294	(43)	995	-	666	4.84	139	0.4323	(1.000)
7	(234)	-	-	1.194	-	910	6.29	145	0.3759	(1.000)
7	Valor Residual	-	-	6.000	900	6.900	6.29	1.097	0.3759	(1.000)
3	" "	-	-	2.000	600	2.600	8.18	318	0.3269	(1.000)
9	" "	-	-	2.000	300	2.300	10.63	216	0.2843	(1.000)
10	" "	-	-	2.000	-	2.000	13.82	145	0.2472	(1.000)
Totales	(4.000)	-	(1.199)	17.165	1.800	13.766	-	(89)	-	(1.000)

C A P I T U L O V I

FACTORES QUE AFECTAN A LAS DECISIONES DE INVERSION EN GENERAL

El presente capítulo tiene por objeto efectuar un análisis de diversos factores que afectan a las decisiones de inversión en las empresas. A este fin clasificaremos a los factores en dos grupos:

A - Aquellos que afectan al rendimiento de la inversión, y

B - "Otros" factores que inciden en la decisión de inversión.

A - FACTORES QUE AFECTAN AL RENDIMIENTO DE UNA INVERSION

Si bien hay que reconocer que existen una gran cantidad de aspectos que inciden en el rendimiento de una inversión, hay algunos que tienen un efecto más importante que otros, por lo que en caso de producirse errores en su estimación tienen un impacto más serio sobre el rendimiento final.

A continuación se presenta una tabla de factores que afectan al rendimiento de una inversión, en la que se indica la "posible precisión del pronóstico" y el "efecto usual del error posible", basado en un interesante trabajo (1) al que se le han introducido cambios y agregados sobre la base de nuestra propia experiencia en este campo. A fin de poder interpretar más claramente dicho cuadro, a continuación se analizan cada uno de esos factores.

1. Costo de la inversión fija instalada

El alto monto de una inversión es un factor que hace que muchas empresas pequeñas y medianas no puedan encarar proyectos que prometen generar buenos rendimientos.

(1) Sinopsis de los temas desarrollados en la exposición sobre "Proyectos de inversión", de los Sres. H.M. Tomasini, J. Otaduy y H.A. Faunez, en el Departamento de Graduados de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires el 15/7/1964. Publicación de DUCILO SAIC.

Consideramos que el costo de la inversión fija (bienes de uso) puede estimarse con una buena precisión en términos de monedas duras. Esto que decimos también es válido, aunque con ciertas limitaciones, cuando tratándose de monedas "blandas" como la nuestra, la inversión se efectúa en forma rápida (casi inmediata) congelando los precios de sus rubros componentes.

CUADRO 12: TABLA DE FACTORES QUE DETERMINAN EL RENDIMIENTO DE UNA INVERSION

<u>F a c t o r e s</u>	<u>Posible Precisión del Pronóstico</u>	<u>Efecto Usual del Error</u>
1. Costo de Inversión fija instalada	Depende	Mayor
2. Capital de trabajo	Regular	Mayor
3. Período de construcción	Bueno	Menor
4. Gasto inicial de puesta en marcha	Regular	Intermedio
5. Volumen de Ventas	Pobre	Mayor
6. Precio del producto	Pobre	Mayor
7. Corriente de costos durante la vida del proyecto	(Bueno(Directos) (Regular(Indirectos)	() Mayor
8. Vida "técnicamente probable" de la inversión	Bueno	Intermedio
9. Vida "económica" de la inversión	Pobre	Intermedio
10. Valor residual final	Pobre	Menor
11. Tasa mínima aceptable de rendimiento (2)	x	x
12. Tasa de impuestos sobre los réditos	Pobre	Mayor
13. Tasas de inflación	Pobre	Mayor
14. Condiciones generales de los negocios e incertidumbre.	Pobre	Mayor

X = Son decisiones de política, no pronósticos.

(2)= Aquí se utiliza la palabra "rendimiento" dado que consideramos que es más aceptada y clara que la de "retorno" utilizada en la publicación mencionada.

Esta posible precisión sin embargo, no existe cuando se trata de inversiones que demandan un largo plazo de aplicación de los fondos. Así por ejemplo, tratándose de inversiones que implican la construcción de edificios, grandes plantas industriales o maquinarias, etc., en países con una aguda depreciación monetaria la precisión del pronóstico se diluye sensiblemente, como consecuencia de la continua depreciación de la moneda nacional y el aumento en los tipos de cambio de la moneda extranjera (cuando la inversión fija incluye bienes importados). Así, en países como Argentina, Brasil, Chile, etc., que han venido sufriendo desde hace ya muchos años los efectos de una fuerte depreciación monetaria interna y externa, el costo de la inversión fija expresada en moneda nacional (que es la que interesa a los inversores nacionales) a incurrirse en un lapso mayor de un año, pasa a ser una verdadera incógnita: sólo se conoce cuál es el costo hoy, pero se ignora cuál será el monto final de la inversión fija resultante. Si se trata de obviar este problema y -desde el principio de las obras- se desea tener una estimación de los desembolsos a efectuar en moneda cada vez más depreciada se puede aplicar a la estimación básica (en moneda de hoy) un "coeficiente de inflación" pero entonces se corre un riesgo importante: la posible precisión del pronóstico es "pobre" y el efecto del error es usualmente de gran importancia, tal como se muestra en la tabla de referencia al tratar el factor "tasas de inflación".

Esto es lo que -a través de la experiencia recogida - ha venido actuando últimamente como factor disuasivo de gran número de inversiones a largo plazo en la Argentina, especialmente tratándose de empresas con reducidos recursos propios. Muchas de las empresas pequeñas o medianas que efectuaron inversiones en grandes edificios o importantes ampliaciones de las inversiones en inmuebles, al no alcanzarles sus recursos propios para hacer frente a los aumentos en los costos de activo fijo resultantes de la inflación interna y la depreciación en los tipos de cambios externos, debieron endeudarse a altas tasas de interés. Con el tiempo vieron crecer progresivamente su endeudamiento, llegando finalmente en gran número de casos a las estrepitosas convocatorias o quiebras de los últimos años.

En países como la Argentina, Brasil, Chile, etc., el costo de la inversión

fija instalada también se ve fuertemente afectado por el continuo aumento en los tipos de cambio de la moneda extranjera. Este factor afectó fuertemente a gran número de empresas del país a raíz de las importantes devaluaciones monetarias externas habidas desde 1955 hasta 1967, las que aparecen indicadas en el siguiente cuadro.

CUADRO 13: DEVALUACIONES MONETARIAS EXTERNAS DEL PESO ARGENTINODESDE 1955 HASTA 1967

Fecha	Valor	Porcentaje de la desvalorización	Observaciones
27 de octubre			
de 1955	18	28,8 %	Creción del mercado oficial y libre. En ésto el precio era de pesos 35. Llegó a \$61.
13 de enero			
de 1959	66,60	270 %	Liberación del mercado.
9 de abril			
de 1962	86,15	29,1 %	En diciembre de 1963 alcanzó a 152 pesos.
Abril 1964	136,50	58,3 %	Se estableció el ré- gimen oficial de cambio.
Agosto 1964	143	4,76 %	
Noviembre 1964	149,50	4,4 %	En enero de 1965 en el mercado paralelo: \$205
Mayo 1965	171	14 %	En julio, paralelo: \$ 295
Septiembre 1965	178	4,1 %	En octubre, paralelo: \$212.
Diciembre 1965	190	6,74%	Durante este lapso el
Mayo 1966	205	7,42%	mercado paralelo siguió
Agosto 1966	218	6,34%	el ritmo ascendente del oficial.
Noviembre 1966	255	16,9 %	El 6 de marzo, oficial, \$ 250.90; paralelo, pesos 286. Marzo 10, paralelo; \$ 327. Paralelo \$ 346.
13 de marzo			
de 1967	350	40 %	
Fuente: Manifiesto "La Nación".			

Como puede verse, en este período se produjeron trece devaluaciones. En varias de ellas, al elevarse abruptamente los tipos de cambio -fundamentalmente en la de enero de 1959 (+270%), y en menor medida en abril de 1964 (+58,3%), el costo y los desembolsos correspondientes a las inversiones fijas en marcha también se incrementó fuertemente, afectando seriamente la posición financiera de esas empresas.

Dada la gran importancia que frecuentemente asume el monto de la inversión fija, en especial si se trata de inversiones con una alta intensidad de capital, el efecto que puede tener un error de estimación es de carácter mayor. Este error puede asumir -y habitualmente lo hace- efectos gravemente desfavorables cuando, como en nuestro país, la depreciación monetaria alcanza altos niveles anuales.

2. Capital de Trabajo

El pronóstico de capital de trabajo puede ser efectuado -en general- con una precisión regular. En su estimación intervienen varios factores que normalmente no se hallan bajo un total control por parte de la empresa. Entre ellos cabe mencionar el atraso en las cobranzas, las variaciones en los precios y volúmenes de ventas, las dificultades de aprovisionamiento que pueden obligar a aumentar los stocks de reserva de materias primas y materiales, etc. En la estimación de este rubro también tienen gran importancia las tasas de inflación y de depreciación externa de la moneda nacional, por lo que cabe recordar aquí lo dicho al tratar el rubro "Costo de inversión fija instalada".

En cuanto al efecto usual del error posible, este rubro tiene generalmente un efecto "mayor", especialmente si se trata de inversiones con gran intensidad de mano de obra y con materias primas de alto costo unitario. La depreciación monetaria hace que el error posible tenga un efecto aún mayor todavía.

3. Período de Construcción

El período de construcción tiene importancia cuando la inversión incluye la construcción de edificios o de maquinarias especialmente producidas para el proyecto considerado. Esto es así dado que cuanto más extenso sea el período de cons

trucción más desfavorable será su efecto sobre el rendimiento de la inversión proyectada. Así, a medida que dicho período de construcción aumente, más tarde entrará en funcionamiento el proyecto y, en consecuencia, con más demora entrará a generar utilidades. Esto provoca que el valor actual de las utilidades futuras sea menor y en consecuencia disminuya su rentabilidad. El problema se agudiza aún más en países como la Argentina, en que se presenta una continua desvalorización monetaria derivada de la aguda y persistente inflación interna y una reiterada devaluación monetaria externa. Así, cuando se trata de inversiones con un largo período de construcción digamos, (más de 1 año) en países con una fuerte depreciación monetaria, el costo final es desconocido, dado que su monto -en gran medida- es una función del tiempo.

Las compañías extranjeras -que hacen normalmente sus inversiones en monedas fuertes- generalmente no sufren el impacto de las devaluaciones de la moneda nacional tan gravemente como lo sienten las empresas nacionales, ya que: a) por la parte de la inversión que las empresas extranjeras efectúan adquiriendo materias primas nacionales y mano de obra interna, de producirse una devaluación externa esos fondos en moneda fuerte representan más pesos moneda nacional; y b) por la parte de la inversión que esas empresas efectúan en materias primas y equipos importados sus tenencias de moneda fuerte siguen siempre representando el costo de esos bienes.

Normalmente el efecto del error probable de la estimación del período de construcción es menor. Esto es así cuando se consideran sólo los errores de estimación derivados de fallas en los aspectos técnicos. Debe reconocerse que el efecto del error probable de la estimación del período de construcción puede ser de carácter mayor, cuando el período de construcción se extiende largamente como consecuencia de la falta de fondos disponibles para la inversión.

4. Gasto inicial de la puesta en marcha

Dentro del conjunto de desembolsos involucrados en la inversión, los gastos iniciales de puesta en marcha representan -en principio- una porción menor. Sin embargo, estos gastos pueden llegar a ser altos como consecuencia de fallas en los equipos de producción, falta de suficiente "Know-how" al iniciar las operaciones, etc.

Al ser su desembolso efectuado en la primera parte de la vida de la inversión, lógicamente tiene un efecto suficientemente desfavorable sobre el rendimiento del proyecto. Aquí la inflación no tiene normalmente mayor importancia, precisamente por cuanto -como se ha dicho- el desembolso se efectúa en forma inmediata y, en consecuencia, no dá tiempo a que aquélla pueda llegar a afectar fuertemente a dichos gastos.

5. Volumen de Ventas

Este factor tiene una influencia decisiva en la determinación del rendimiento de la inversión, por lo que deberán hacerse todos los esfuerzos para lograr una buena estimación. Esto se dice especialmente para los primeros años de operaciones, dado que son éstos los que tendrán mayor "peso" -a través de la actualización de los ingresos netos- en la determinación del valor actual del proyecto.

En caso de error-especialmente en los primeros años- su efecto normal es de carácter mayor. A medida que nos corremos hacia el futuro el efecto normal del error de estimación se hace cada vez menor.

Finalmente, cabe destacar que el volumen de ventas tiene suma importancia en la elección del tipo de inversión. Así, por ejemplo, la existencia de un mercado de consumo demasiado reducido en ciertos sectores de la industria metalúrgica, limita en la Argentina la implantación de procedimientos de alta mecanización y trabajo en serie que se utilizan en empresas de los EE.UU. y Europa.

6. Precio del producto

La estimación del precio del producto presenta varios problemas, como consecuencia de que depende de factores que muy probablemente están fuera del control de las empresas. Empero, tratándose de compañías con una fuerte posición de mercado, esta estimación puede efectuarse más fácilmente.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la rentabilidad de la inversión dependerá en gran medida de esta cantidad desconocida. Y, en consecuencia, a ella también responderán los merecimientos relativos de las alternativas que se comparan.

Es importante tener en cuenta que la estimación de distintos precios de venta para el cálculo de rentabilidad de un mismo producto o de varios proyectos alternativos puede provocar fuertes cambios en las decisiones de inversión.

7. Corriente de costos durante la vida del proyecto

La precisión de la estimación de la corriente de costos puede ser suficientemente buena en el caso de los costos directos, dado que los rubros componentes son fácilmente identificables y susceptibles generalmente de adecuada cuantificación. En cambio, la corriente de costos indirectos presenta problemas de asignación, que hacen difícil -y, en cierta medida, arbitraria- su adjudicación al proyecto considerado. Los errores en su estimación tienen muchas veces un efecto importante sobre el rendimiento de la inversión.

8 y 9. Vida "técnicamente probable" o vida útil de la inversión

En general, teniendo en cuenta además del tipo de bienes y la calidad de éstos, el uso que se les habrá de dar, existe normalmente una idea razonablemente clara acerca del número de años durante los que se podrá utilizar las instalaciones (maquinarias, equipos, edificios, etc.) de la inversión proyectada. Por esta razón consideramos que -en cuanto a la vida útil- la precisión del pronóstico puede ser suficientemente buena. Dado que los cargos que origina la depreciación se distribuyen usualmente durante varios o muchos años, el error que se pueda llegar a cometer no llega normalmente a tener un efecto de mayor importancia. La "vida económica" empero, no puede ser prevista tan fácilmente dado que depende de variables que involucran una alta incertidumbre. Con relación a estos factores (vida útil y económica de la inversión), creemos de interés tener en cuenta las siguientes consideraciones de un reciente trabajo (2):
Es inoperante comprar un equipo de 20 años de vida útil pronosticada cuando la empresa debe resolver sólo un problema de corto plazo;

(2) - Cuesta, E.G.: "Las inversiones de capital". TECHINT, Boletín Informativo N°

- Una vida útil larga generalmente significa equipos diseñados para ello, lo que redundando en un alto costo inicial (es el caso más general);
- Si se presiente que en el ámbito tecnológico puedan introducirse innovaciones radicales, a corto plazo, que puedan efectivamente poner fuera de competencia a una máquina de vida útil larga, ésta no debería ser elegida (ello será válido si se espera que tales innovaciones alcancen también a nuestro país);
- Si se prevé, en breve, un cambio de servicio del equipo en cuestión quizá sean convenientes máquinas de corta vida útil pero muy adaptadas al trabajo asignado, para que luego pueda ser ventajosamente reemplazado por otro que también sea adaptado a la futura necesidad. Con ello se obtendrá la doble ventaja de menores inversiones iniciales (muy probable) y además la de incorporar sucesivamente equipos mejor adaptados a los distintos fines que se buscan".

10. Valor residual final

Haciendo abstracción de la inflación, la estimación del valor residual depende fundamentalmente de: (1) la vida útil estimada; y (2) la vida económica, que a su vez es una variable dependiente de la mayor o menor obsolescencia potencial. Si sólo nos atuviéramos a la influencia que en el valor residual final tiene la vida útil estimada, el problema sería sencillo. Pero la determinación del valor residual al final se complica como consecuencia de que el "cambio tecnológico" -cuyo ritmo vertiginoso se ha acentuado en los últimos diez años- es difícil de predecir. Lo que sí se hace cada día más evidente es que la obsolescencia se torna cada vez más próxima en ciertos campos de actividad (como el químico, electrónico, metalúrgico, etc.), por lo que el valor residual se ve continuamente reducido (en pesos constantes) a un importe de menor significación. Por eso es que decimos que el efecto usual del error es de menor importancia.

11. Tasa mínima de rendimiento aceptable

En general, toda evaluación del rendimiento de una inversión lleva implícita la consideración de una tasa de interés, ya sea como:

- a) Tasa de interés mínima exigida como premisa por la empresa, para la aprobación del proyecto;

b) Tasa de interés hallada finalmente, luego de efectuado el estudio.

Es lógico que la tasa mínima de rendimiento aceptable por una empresa es en esencia una decisión de tipo político, pero que deberá tener en cuenta otros aspectos que afectarán a esa decisión: la situación de la economía del país, el promedio de beneficios de la empresa, el costo del dinero en el mercado, el costo del dinero para la empresa considerada, etc.

12. Tasa de impuestos sobre los réditos

En este concepto incluimos todos los impuestos que gravan los beneficios (así, por ejemplo, en la Argentina, el impuesto a los réditos, de "Emergencia", etc.). Sin el deseo de entrar a considerar la evolución de las tasas de impuestos sobre los réditos -ya que ello debiera ser motivo de un estudio especial- cabe decir que (1) las tasas a que estuvieron gravados los réditos impositivos de las personas físicas y jurídicas, y (2) los criterios de sometimiento al gravamen y de desgravación impositiva, han dependido de los gobiernos que se sucedieron en el poder.

El artículo 81 de la ley del impuesto a los réditos (que se refiere a las desgravaciones impositivas) es un muy buen ejemplo de ello, ya que su introducción o derogación estuvo, en general, vinculada no sólo a la coyuntura de la economía y a las necesidades del fisco, sino también a la ideología político-económica de los sucesivos gobiernos. Esto que comentamos hace que se torne sumamente difícil pronosticar adecuadamente la situación que -en cuanto a los impuestos sobre los réditos, prevalecerá dentro de dos, tres, o más años en el país (especialmente teniendo en cuenta que los gobiernos de la Argentina que llegan a concluir el número de años que por mandato les corresponde son escasos, al menos en los últimos 35 años).

13. Tasas de inflación

Dentro del problema de la evaluación de las inversiones de capital, la tasa de inflación es una variable que, debido precisamente a la dificultad de su estimación "ex-ante", viene a perturbar a dichas evaluaciones y al control posterior de los rendimientos reales contra lo programado originariamente.

Pero, además, el problema de la estimación de la tasa de inflación que preva

lecerá durante la evolución del proyecto no tiene su total significación tan sólo en los dos aspectos precedentemente mencionados.

También es fundamental el concerniente a las necesidades financieras del proyecto, que surgirán en mayor o menor medida, según prevalezca una tasa de inflación u otra. Siendo "pobre" la posible precisión que se tenga en la estimación de la tasa de inflación, y afectando ésta tan directamente a los requerimientos de capital fijo y de trabajo, resulta indudable que el efecto usual del error sobre el proyecto puede ser realmente importante.

En muchos casos -y para esto resulta ilustrativa la experiencia de la Argentina en los últimos veinticinco años- una alta tasa de inflación fue la causal fundamental de la paralización de muchos proyectos que aparentaban ser meritorios. El capital comprometido no alcanzó, fue insuficiente con relación al requerido por las nuevas circunstancias inflacionarias, y muchos proyectos no pudieron verse totalmente concretados (3).

14. Condiciones generales de los negocios e incertidumbre

Uno de los problemas más serios de las decisiones de inversión es el relativo al pronóstico de las condiciones que prevalecerán en el futuro en el marco ambiental dentro del cual se desarrollarán las actividades de la empresa. Al respecto, llama la atención la gran diferencia que frecuentemente existe entre las condiciones esperadas y las que realmente se presentan posteriormente, una vez que se adoptó la decisión de invertir, llevándose a cabo las actividades.

Si bien las variables que afectan una decisión de inversión son virtualmente infinitas, es evidente que todas ellas no son tomadas en cuenta en el proceso decisional. Generalmente, el problema de la incertidumbre se reduce en gran medida,

(3) - Un ejemplo notorio de lo que aquí se dice es el concerniente a la construcción de edificios en propiedad horizontal que, en la década del 60, en gran número de casos sólo pudieron completarse hasta no más del 40 ó 50% de la construcción total programada, lo que ocasionó graves problemas tanto a los inversores como a los compradores de unidades de vivienda.

al menos en lo que se refiere al proceso de decisión. Para ello se efectúa una selección de esas variables, por medio de la cual se llega a una pequeña cantidad de posibles situaciones futuras, que son las que finalmente se consideran.

Hay ciertas alternativas de inversión que pueden presentarse como (1) la mejor bajo cualquier circunstancia (ocurra lo que ocurra); o (2) como la mejor, salvo que se produzcan un número muy pequeño de acontecimientos futuros menos probables. En cualquiera de estos dos casos la decisión no ofrece problemas. Empero, en otros, casos, una alternativa puede ser la mejor bajo determinadas situaciones futuras, y otra serlo en condiciones que tengan casi la misma probabilidad de ocurrencia.

Dado que el futuro es incierto, el período de tiempo que comprende una inversión es muy importante. Por esto es que la incertidumbre hace que en muchos casos se prefieran aquellos proyectos que se amorticen en un breve período de tiempo.

En ocasiones en que se supone que la alta incertidumbre se disipará "dentro de algún tiempo", muy frecuentemente se decide no decidir por el momento, y esperar a que dicha incertidumbre desaparezca. Así, por ejemplo, si el nuevo Gobierno no ha indicado aún el tipo de política económica que aplicará, puede ser beneficioso esperar a que lo haga, y recién entonces decidir acerca de la inversión.

Esto último ha afectado muchas veces en los últimos treinta años las decisiones de inversión en la Argentina. Los avances y retrocesos habidos en la aplicación de políticas expansivas y restrictivas de medios de pago por parte de los distintos gobiernos, e incluso los fuertes cambios practicados al respecto por un mismo gobierno, hansido, en muchos casos, factores disuasivos de la inversión por la incertidumbre resultante de esas situaciones cambiantes derivadas de las medidas adoptadas por las autoridades nacionales. (4)

(4) - Con relación a esto, cabe recordar los bruscos cambios de perspectivas económicas (auge y receso), que ocurrieron durante los Gobiernos de los Presidentes Aramburu, Frondizi, Guido, Illia, y Onganía en el período 1955-1967

Cuando el proyecto considerado involucra una gran incertidumbre, frecuentemente -es ppecialmente en aquellas compañías que aplican criterios conservadores en sus decisiones- se coloca a un proyecto en un orden relativamente bajo dentro del conjunto de posibles alternativas.

A fin de reducir o soslayar en alguna medida la incertidumbre pueden adoptarse diversas posiciones:

- 1) Dejar pasar algún tiempo, hasta que gran parte de la incertidumbre se haya despejado (decidir no hacer nada, al menos por el momento).
- 2) Hacer que el rendimiento económico mínimo que se exija a un producto nuevo para la compañía sea más alto que el de un artículo que la empresa ya elabora.
- 3) Disminuir (en el papel) las ventas estipuladas o exagerar los costos del proyecto de manera de reducir los beneficios pronosticados. De este modo se estima un rendimiento menor que el que realmente se esperaría lograr. En consecuencia, "toda sorpresa" motivada por los resultados reales de la inversión planeada debiera ser, en principio, favorable.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que las formas de reducir la incertidumbre que aparecen bajo los puntos 2) y 3) pueden (en caso de requerir del proyecto un rendimiento exageradamente alto, de reducir excesivamente las ventas, o de aumentar excesivamente los costos) hacer que se rechacen proyectos meritorios. Cuanto más conservador (pesimista) en su estimación sea quien efectúa el análisis, más se inclinará a subestimar las potencia lidades del proyecto. La misma tendencia a subestimar dichas potencialidades se presentará cuanto mayor sea la incertidumbre acerca de los resultados reales a obtenerse (5).

(5) - Los aspectos relativos al grado de riesgo, incertidumbre y/o "conservadorismo" encie rran apreciaciones esencialmente subjetivas de quien efectuó la evaluación del proyecto. A demás, en las grandes empresas, la amplia cantidad (y) variedad de inversiones que se evalú an hace que sean varias las personas que deban analizarlas, y variados sus respectivos cri terios aplicados a la ponderación de los riesgos y al "uso" del "conservadorismo" en sus estimaciones. La experiencia demuestra que si bien la técnica de evaluación aplicada por dos o más analistas puede ser la misma, sus grados de "optimismo" o "pesimismo" son general mente distintos. Y esto último afecta, obviamente, a las estimaciones que se realizan y, en consecuencia, a los rendimientos finales a que se llega. El problema se complica aún más si se tiene en cuenta que a menudo, quien tiene la decisión final acerca de un proyecto es den tro de las limitaciones establecidas en cada empresa- una persona o un comité, ninguno de los cuales intervino directamente en su elaboración, por lo que en muchos casos se comparan proyectos distintos ignorando el grado de "conservadorismo" que incluyen esas estimaciones.

Cabe finalmente hacer algunas consideraciones en cuanto a la vinculación entre la incertidumbre, el avance tecnológico y el desarrollo industrial de los países. Pensamos que las compañías que actúan en países no muy avanzados económicamente tienen en su favor respecto de las de los países más desarrollados, una cierta ventaja, ya que a la época de decidir una inversión pueden en diversos casos aprovechar las experiencias (aciertos y errores) correspondientes a esas mismas inversiones efectuadas en países más adelantados industrialmente algunos años antes. Pierre Massé, al referirse a este aspecto, dice en su excelente libro: "...algunas veces se han malgastado capitales buscando mejorar técnicas condenadas, en lugar de esperar el momento de una mutación o cambio total. Ha tenido que ser así por las últimas mejoras aportadas a la navegación a vela, o a los tranvías urbanos. Igualmente debemos reconocer que todas estas apreciaciones se hacen "ex-post", y que las elecciones "ex-ante" son particularmente más difíciles" (6). En los países menos desarrollados, las empresas aprovechan de la ventaja de conocer de antemano si el producto de que se trata ha tenido ya éxito o no, así como la posibilidad de aprovechar la experiencia adquirida respecto de esa inversión en países más adelantados industrialmente. Al decir esto no nos referimos sólo a las inversiones que se tratan de efectuar sobre la base de un régimen de regalías y/o aprovechamiento del "know-how", sino también a través del simple plagio.

B - OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LAS DECISIONES DE INVERSION

1. El tiempo de "espera" para la obtención de rendimientos satisfactorios

Ya se ha visto que, al menos en teoría, los criterios de la "tasa interna de rendimiento", y del "valor actual neto" son los más recomendables para clasificar los proyectos en cuanto a su rendimiento.

Sin embargo, consideramos que la clasificación de los proyectos sobre estas bases, muchas veces no resulta aceptable para la empresa cuando los beneficios recién se generarán luego de varios años, y las compañías no puede esperar tanto tiempo hasta recoger los frutos de la inversión.

(6)- Pierre Massé: "Les choix des investissements". Traducido al castellano bajo el título: "La elección de las inversiones. Criterios y métodos". Sagitario SA. Barcelona, 1959.

Así, por ejemplo, si la firma ha tenido fuertes pérdidas en el pasado, puede ocurrir que sus accionistas y directivos estén "ávidos" de obtener utilidades a corto plazo a fin de mejorar a la brevedad su posición patrimonial, financiera y económica. Simplificando, supongamos que la empresa tenga que decidir entre dos proyectos, uno (A) con un mayor valor actual neto que otro (B). Empero, el proyecto A presenta una curva de bajas utilidades pronosticadas para los primeros años, con un fuerte repunte recién al cuarto o quinto año, mientras que el B promete en los primeros años altas utilidades, que decrecen en los períodos siguientes.

Si la compañía no puede esperar, para obtener buenos rendimientos recién al cuarto o quinto año de efectuada la inversión (como consecuencia, por ejemplo, de que ha quedado muy debilitada patrimonial y financieramente por las pérdidas sufridas) probablemente deje de lado las consideraciones relativas al mayor "valor actual neto" y decida llevar a cabo el proyecto que genere un valor actual neto menor, pero que promete generar mayores utilidades en los más próximos años.

2. La capacidad del personal

Este factor tiene una importancia de primer orden. Puede que se esté en presencia de un proyecto de real envergadura que, en el papel, permita prever un alto rendimiento. Sin embargo, si la empresa carece de un adecuado número de personal capacitado, fundamentalmente directivos y ejecutivos de primera línea, es altamente probable que ello tenderá a afectar desfavorablemente el rendimiento de dicha inversión.

Además, si la Dirección considera que la empresa carece de cuadros de ejecutivos capaces de dirigir y administrar esa nueva inversión, puede que decida no llevarla a cabo. El problema es más serio aún cuando la empresa trata de diversificar sus actividades y la nueva inversión analizada corresponde a un campo de actividad completamente distinto de aquel al que se ha venido dedicando.

En casos como éstos se aprecia la indiscutible importancia que para una firma deseosa de efectuar inversiones, tiene el poseer cuadros directivos y ejecutivos capacitados y preparados para afrontar esas nuevas responsabilidades.

3. La falta de capital

Este aspecto ya lo hemos contemplado en cierta medida cuando, en este mismo capítulo, nos referimos al "costo de la inversión fija instalada" y al "capital de trabajo". Aquí agregaremos que la carencia de capital suficiente para encarar nuevas inversiones no es normalmente un problema serio para las grandes empresas, especialmente aquéllas que son filiales de compañías extranjeras. Pero sí lo es, en general, para las compañías pequeñas y medianas que, en la mayor parte de los casos pertenecen a capitales nacionales. Esto hace que "se presenten ciertos obstáculos para la adopción de nuevas ideas científicas y técnicas debido a la dificultad natural de financiar a las empresas nuevas, jóvenes o pequeñas sin mengua de su independencia" (7).

Este problema de la falta de capital se acentúa en países como la Argentina, en los que prevalecen elevadas tasas de inflación, lo que hace que, con el transcurso del tiempo, los montos requeridos para financiar las inversiones aumenten fuertemente. Además, el encarecimiento del dinero (costo de capital) como consecuencia del proceso inflacionario, impide frecuentemente a las empresas pequeñas y medianas llevar adelante meritorios proyectos de inversión.

Las grandes empresas, generalmente vinculadas a firmas extranjeras, tienen en general mucho más fácil acceso a los préstamos bancarios para la financiación de parte de sus proyectos. Lo mismo ocurre en cuanto a la obtención de fondos extra bancarios para hacer frente a parte de sus necesidades operativas. Con respecto a esto último, durante los últimos cinco años las tasas de interés en el mercado extrabancario (financiero) para compañías de primera línea que contaran con garantías bancarias del exterior o de sus casas matrices, han sido altas, oscilando en general entre el 30-36% anual.

Empero, el costo del capital en nuestro país ha sido, y es, aún más alto para las empresas pequeñas y medianas que, al no poder obtener dichas garantías deben pagar muchas veces por los préstamos financieros intereses del 40-48% anual (Sic!).

(7)- C.F. Carter y B.R. Williams: "La industria y el progreso técnico", pág. 229. Edic. RIALP S.A., citado por los mismos autores en "Invertir para innovar", pág. 93 Edic. RIALP S.A.

CAPITULO VII

FACTORES QUE DISTORSIONAN O TRABAN EL PROCESO DE REALIZACION DE INVERSIONES

EN LA ARGENTINA

En la Argentina han habido diversos factores que distorsionaron y/o trabaron una adecuada realización de las inversiones. Entre ellos cabe destacar:

(1) la sensible inestabilidad de los gobiernos; (2) el latifundio; (3) la persistente inflación de las últimas décadas; (4) la concentración de la actividad económica en pocos centros importantes; (5) la brevedad de las etapas de los ciclos económicos, resultantes de la diversidad de políticas en el campo económico; (6) la estrechez del mercado; (7) la elevada protección arancelaria; (8) la voracidad del régimen impositivo; (9) los beneficios especiales acordados por los gobiernos a las inversiones extranjeras de capital; (10) la relación de precios de los productos pecuarios y agrícolas; y (11) factores técnicos. A continuación consideraremos las repercusiones que estos factores tienen sobre las inversiones en la Argentina, y las distorsiones que provocan.

1. La inestabilidad de los gobiernos

La inestabilidad política es uno de los factores que más ha venido afectando a las decisiones de inversión en la Argentina. Desde 1930, en que se quebró el orden constitucional, hubo en el país varios golpes militares, lo que hizo que se sucedieran diversos gobiernos "de facto". Ante la falta de seguridad de que los decretos y resoluciones de esos gobiernos fueran de carácter más o menos permanente, los inversores carecieron muchas veces de la suficiente confianza para la realización de sus inversiones. Los reiterados golpes de estado en la Argentina, al quebratar las normas constitucionales, incidieron desfavorablemente en las decisiones de inversión, provocando una gran incertidumbre en cuanto al mantenimiento de las disposiciones legales y haciendo que los proyectos imaginados se pospongan y/o reduzcan en gran medida.

2. El Latifundio: El problema del latifundio en la Argentina ha sido tratado por muchos autores, que han demostrado los perniciosos efectos que en diversos sentidos ejerció y ejerce sobre la economía del país. En este trabajo no

entraremos a analizar en detalle el problema del latifundio, dado que se halla fuera de nuestro objetivo. Sin embargo, destacaremos que el latifundio entronca con la apropiación de tierras en el actual territorio argentino llevada a cabo en el siglo pasado. Muchos de quienes hoy poseen vastas extensiones de tierras pertenecen a familias que las obtuvieron en siglos pasados por medio de la fuerza o el privilegio. (1).

(1) "La apropiación privada de las tierras fue paralela al proceso de ocupación territorial. La política de distribución de las tierras públicas, particularmente en la provincia de Buenos Aires, llevó a una rápida distribución de la mayor parte de las tierras de la región pampeana entre reducidos grupos de personas. Hacia 1840, las ventas a particulares de las tierras arrendadas bajo el régimen de enfiteusis durante los gobiernos de Martín Rodríguez y Rivadavia, en la década de los años 20, había sido la causa principal de la apropiación privada de 8.600.000 hectáreas. El número de titulares de estas tierras ascendía a 293 personas, lo que arroja un promedio de casi 30.000 hectáreas por propietario. El usufructo gratis de las tierras ubicadas más allá de la línea de frontera - en virtud de las disposiciones legales de 1857- y su posterior entrega en propiedad, enajenó del dominio público otros 3.000.000 de hectáreas de la Provincia que fueron adquiridas por poco más de 300 personas. Si se suman a estas ventas de tierra pública distintas concesiones gratuitas otorgadas principalmente en premio a los méritos militares en la lucha contra el indio, la apropiación territorial privada en la Provincia de Buenos Aires alcanzó a alrededor de 12 millones de hectáreas.

"En las otras provincias de la región pampeana, particularmente en Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos, la distribución de la tierra pública no fue en general en extensiones tan grandes ni tan rápida como en la Provincia de Buenos Aires. Sin embargo, las grandes propiedades territoriales existentes en esas provincias como consecuencia de las distribuciones de las tierras de la corona durante la época colonial sumadas a la disposición de la tierra pública después de la independencia, llevaron también en ellas a una concentración marcada de la propiedad territorial en pocas manos.

"Hacia mediados del siglo XIX se había consumado el proceso de apropiación privada de las tierras más fértiles y mejor ubicadas de la región pampeana. De las tierras que componen la zona pampeana húmeda, la mayor parte estaba en manos de grandes propietarios territoriales. La ocupación jurídica de esas tierras se había consumado en gran medida hacia 1860, cuando la economía del país se entronca decididamente en la economía mundial y comienza la etapa de la economía primaria exportadora." Aldo Ferrer: "La Economía Argentina -Las etapas de su desarrollo y problemas actuales". Fondo de Cultura Económica, 2a. Edición, 1965, Pág. 62.

La posesión de latifundios dió lugar a que sus poseedores aplicaran sistemas de producción que no requirieran grandes inversiones adicionales. Trataron, en lo posible, de aprovechar la tierra en extensión, dado que ésta les sobraba. Es decir, el latifundio hizo que gran parte de las tierras fértiles del país fueran puestas a trabajar sobre la base de un criterio extensivo de explotación, sin mayores inversiones adicionales que, mediante la incorporación de la moderna tecnología, hicieran posible lograr una mayor productividad y progreso económico.

Desde el punto de vista social, también el latifundio ha tenido una fuerte repercusión negativa en la Argentina. La mayor parte de las tierras fértiles del país son de propiedad de pocas familias. Esto ha hecho que el aprovechamiento de sus tierras se hiciera sobre la base del régimen de arrendamiento y aparcería, en virtud de los cuales (1) la tierra es arrendada contra el pago de un importe en dinero, o (2) la tierra es entregada al agricultor para que la trabaje, mediante el pago por parte de éste de un importe en especie, proporcional a la producción obtenida. Dado que la tierra es ajena, las mejoras que el arrendatario o aparcerero efectúe quedarán a favor del propietario. En consecuencia, el arrendatario o aparcerero no puede tener mayor interés en efectuar dichas mejoras (inversiones), porque sabe que al cabo de pocos años (los contratos son generalmente de corta duración) quedarán en beneficio del propietario. Estos factores, derivados del latifundio, hacen que los arrendatarios y aparcereros, que representan una gran parte de los campesinos del país, no se encuentren asentados a la tierra que trabajan y no les pertenece.

Como dice A. Ferrer "el régimen de tenencia impidió, pues, que la producción agropecuaria se apoyara básicamente en una poderosa clase de productores medios, con unidades de explotación de dimensión tal que hubieran permitido la utilización creciente de la técnica y maquinaria agrícola con el consiguiente aumento de la productividad y los ingresos ". (2)

(2) - A. Ferrer: op. cit.

El problema del latifundio se halla también fuertemente vinculado con el de la erosión, causante de pérdidas cuantiosas. Como es sabido, en la Argentina existe una extensa zona semiárida del oeste. En ella, la disminución de las precipitaciones y los suelos arenosos sueltos, unidos al mal manejo de las tierras, provocó una intensa erosión eólica, destruyendo tierras de alto valor, al transformarlas en desiertos de arena movediza. Esto se comenzó a producir desde 1914, a partir de la iniciación de la primera guerra mundial cuando, al ahondarse las necesidades nacionales de madera, y elevarse sus precios, se explotaron irracionalmente los bosques de caldén y algarrobo.

Todo ello facilitó la erosión, que se acentuó como consecuencia de las sequías de 1929 y 1937. Dos años más tarde, al iniciarse la segunda guerra mundial, continuó la explotación irracional de los bosques, que quedaron destruidos en una extensión de 20.000 Kms². De esta manera quedó aniquilada una buena defensa contra los fuertes vientos del oeste, los que al actuar sobre los terrenos arenosos, los volaba, depositándolos sobre las fértiles tierras del este, formando dunas y, en consecuencia, inutilizándolos.

El problema se agudizó con la siembra continuada de los campos sin la beneficiosa rotación de cultivos, el recargo de hacienda en los cuadros, y la práctica de procedimientos contrarios a una adecuada conservación del suelo (3).

A. Arnolds, dice al respecto que "la solución del viejo problema de la transformación agraria y el afincamiento de los colonos a la tierra que trabajan, en estas zonas se torna impostergable, ya que difícilmente, quien no sea dueño del suelo se desvelará por hacer plantaciones, comprar herramientas de trabajo especiales, y desarrollar métodos agrícolas racionales para cuidar una propiedad que no le pertenece" (4).

(3) - Para un análisis más amplio, ver el libro de Alfonso Arnolds, "Geografía Económica Argentina", Editorial Kapeluz, Buenos Aires, 1963, págs. 55-58.

(4) - Ibid., pág. 58.

De las consideraciones anteriores se desprende que el latifundio en la Argentina ha venido limitando fuertemente la realización de inversiones productivas que, mediante el logro de una mayor productividad, hubieran hecho posible lograr una mayor producción agropecuaria (5).

Al respecto, consideramos que el problema del latifundio tan íntimamente vinculado, como hemos visto, a la falta de interés por realizar inversiones, tiene importantes efectos negativos sobre la balanza comercial del país y, en consecuencia, sobre el balance de pagos de la Argentina.

Puede suponerse perfectamente que el problema del déficit reiterado de nuestro balance de pagos en los últimos años (6) podría solucionarse mediante un sustancial aumento de las exportaciones agropecuarias. Pero ese aumento depende también, en gran medida, del aprovechamiento intensivo de las tierras que, a su vez, depende de que se realicen inversiones tendientes a aumentar la productividad. Y, finalmente, hallamos que dichas inversiones no se realizan en el grado necesario, en gran medida como consecuencia de la existencia del problema que comentamos: el latifundio.

3. La inflación: En el capítulo anterior ya hemos indicado ciertos problemas vinculados con la tasa de inflación. Aquí agregaremos que este factor distorsiona fuertemente la orientación de las inversiones. Ante el proceso de la

(5) - Como indica A. Ferrer en su obra ya citada, "La economía Argentina constituye uno de los casos más contradictorios de la experiencia económica contemporánea. Pese a contar con todas las condiciones que se consideran necesarias para un desarrollo autosuficiente, el aumento de la producción a partir de 1948 apenas ha alcanzado para compensar el incremento de la población del país, y las condiciones de vida de amplias capas sociales no han experimentado ningún avance o, aún, se han deteriorado".

(6) - Con excepción de 1965, 1966 y 1967.

inflación y las expectativas inflacionarias futuras, los inversores tratan de protegerse de diversas maneras. Para ello, muy frecuentemente vuelcan sus ahorros en inversiones que no corresponden a los sectores básicos de la economía, ni a aquellos que el país está interesado en apoyar, por estar sujetos a serios desequilibrios estructurales.

Esto es precisamente lo que ocurrió en la Argentina aproximadamente en los últimos veinte años, ya que se realizaron muchas inversiones en sectores no prioritarios, perjudicando en consecuencia el desarrollo económico del país. Entre las distorsiones habidas cabe mencionar las siguientes:

a) La inversión especulativa en inmuebles ya construídos

Ante el avance de la inflación, los empresarios y particulares encuentran en los inmuebles (tierras, terrenos, edificios y departamentos) una buena forma de protección, ya que generalmente este tipo de inversión ha representado una importante forma de hacer frente a la desvalorización monetaria. Esto dió lugar a que en la Argentina (especialmente en las grandes ciudades), importantes recursos se canalizarán a construcciones de tipo suntuario. Esta tendencia se acentuó especialmente en los últimos diez años. A medida que la inflación avanzaba y los costos de la construcción se elevaban fuertemente, los fondos se fueron canalizando hacia aquellos tipos de vivienda que podían ser adquiridos por los sectores más pudientes.

A fin de tener una clara idea de lo que se indica, en el cuadro 14 se muestra la evolución comparativa de los índices del costo de vida, del costo de la construcción y de la cotización del dólar en la Argentina en el período 1960 a 1967.

De la parte B del referido cuadro (período 1960 a 1967) surgen las siguientes conclusiones fundamentales:

- i) El índice del costo de la construcción en la Capital Federal y alrededores alcanzó en todos los años considerados niveles superiores a los del costo de vida y de la cotización del dólar (tanto en el mercado "oficial", como

en el llamado "libre" o "paralelo". Así, sobre la base de los índices, base 1960= 100, el índice del costo de la construcción alcanzó a 600 (5 veces más) en diciembre de 1967, mientras que los correspondientes al costo de vida y al de la cotización del dólar sólo llegaron a 540 (4,4 veces más) y a 424 (3,2 veces más) respectivamente; y

ii) Aún cuando la cotización del dólar estadounidense aumentó firmemente en el período indicado, el índice de su cotización (tanto "oficial" como "libre" o "paralelo") no alcanzó en ninguno de esos años -excepto en diciembre de 1962 -al índice del costo de vida. Es así como, a diciembre de 1967, el índice del costo de vida llegó a 540, mientras que el de la cotización del dólar sólo había llegado a 424.

CUADRO 14: EVOLUCION COMPARATIVA DE LOS INDICES DEL COSTO DE VIDA.
COSTO DE LA CONSTRUCCION Y COTIZACION DEL DOLAR

-123-

A - DATOS PRIMARIOS

Fecha	Indice del Costo de Vida (Nivel Gral.) (1)	Indice del Costo de la Construcción en la Cap. Federal (2)	Cotización del dólar (m\$n / u\$s 1) (3)		
			Cambio Oficial	Cambio Libre	Cambio Base Montevideo
	Ind., Base 1960= 100	Ind., Base 1939 = 100			
1950	105,6	6.284		82,65	
1951	125,4	7.589		84,20	
1952	165,3	11.600		134,10	
1953	211,0	12.821		132,60	
1954	249,2	15.535	151,50 (4)		192,89 (5)
1955	344,4	22.302	189,00		233,90
1956	447,5	29.732	249,00		270,60
1957	569,9	37.675		350,-	

B - INDICES, BASE 1960= 100 (6)

1950	100,0	=	100,0	=	100,0	=	100,0	=	100,0
1951	118,8	<	120,8	>			101,9		
1952	156,5	<	184,6	<			162,3		
1953	199,8	<	204,0	>			160,4		
1954	236,0	<	248,8	>	183,3		>		233,4
1955	326,1	<	354,9	>	228,7		>		283,0
1956	423,8	<	473,1	>	301,7		>		327,4
1957	539,7	<	599,5	>					423,5

1) - Fuente: Dirección Nacional de Estadística y Censos

2) - Fuente: Cámara Argentina de la Construcción (Índice correspondiente a Capital y alrededores).

3) - Fuente: TECHINT - Boletín Informativo N° 158 - Marzo - Abril de 1967

4) - Desde el 10 de Abril, tipos de cambio regulados por el Banco Central de la R.A.

5) - Basado en la relación de la cotización en Montevideo del peso argentino y del dólar estadounidense.

6) - Los signos indican comparación entre el índice al cual preceden y el índice del costo de vida.

c) La inversión en oro o monedas duras:

Los inversores encuentran frecuentemente protección contra la inflación en la adquisición de oro o monedas duras. Si bien el aumento de su precio puede ser menor, quizás, al del costo de la tierra o de la construcción, (ver el Cuadro 14) esta forma de inversión satisface el deseo de liquidez en cualquier momento.

Frecuentemente estas adquisiciones en moneda extranjera se destinan a efectuar inversiones en el exterior a fin de lograr una rentabilidad en "monedas duras". Se priva así al país de una parte significativa del ahorro interno, que es destinado a inversiones en el exterior.

4. La concentración de la actividad económica en pocos centros importantes.

La Argentina tiene los centros industriales ubicados fundamentalmente en las zonas del litoral, Santa Fé, Córdoba y Mendoza. Estos centros de producción afectan las decisiones de inversión de las empresas privadas, ya que actúan como polos de atracción en virtud de las economías externas que proporcionan a las nuevas inversiones.

Al atraer a las inversiones de capital y, en consecuencia, a la población, actúan como factores "retardadores", y provocan un proceso acumulativo de empobrecimiento de las restantes regiones o localidades menos desarrolladas (7).

En los últimos 10 años aproximadamente, muchas provincias han establecido diversos tipos de incentivos a las empresas privadas dedicadas a la producción de bienes específicos (químicos, petroquímicos, metalúrgicos, etc.) a fin de atraer un mayor porcentaje de la inversión total hacia ciertas regiones que se desea desarrollar.

Estas medidas han consistido básicamente en: exenciones de impuestos provinciales por cierto tiempo (generalmente de cinco a 10 años); garantías oficiales por créditos a obtener por las compañías que se establezcan; la creación de parques industriales donde las nuevas empresas pueden adquirir tierra y servicios en forma

(7)- Ver G. Myrdal: "Teoría económica y regiones subdesarrolladas" Fondo de Cultura Económica, 1962.

ventajosa; y el fácil acceso a servicios técnicos y de información (8). Si bien estas disposiciones han ayudado en alguna medida a lograr un cierto grado de descentralización de la inversión y de la actividad económica, el problema de la gran concentración industrial que comentamos sigue vigente. La mayor parte de la actividad económica de la Argentina corresponde a Buenos Aires y la zona litoral bordeada por el río Paraná. La zona Centro-Este del país, que ocupa algo menos del 25% de la superficie del país, incluye más del 70% de su población y alrededor del 90% del total de los depósitos bancarios y energía eléctrica generada.

5. La brevedad de las etapas de los ciclos económicos resultantes de la diversidad de políticas en el campo económico (problemas de coyuntura).

En los últimos diez años, la Argentina se ha caracterizado por tener períodos más breves de auge y receso como consecuencia, en gran medida, de la política del tipo "pare y siga" ("stop and go") en el campo monetario, vinculada al problema de la inflación y de los fuertes desequilibrios en el balance de pagos.

Luego de la "pausa" de la economía argentina en 1956, el país tuvo dos años de expansión en 1957 y 1958. En el año siguiente las autoridades adoptaron severas medidas para limitar la demanda de productos importados y la demanda global en general. Con ese fin, en 1959 el gobierno derogó todos los controles de precios y adoptó una muy restrictiva política monetaria, lo que provocó una recesión, con una sensible caída en el nivel de actividad económica y en los salarios reales (9).

La situación cambió totalmente en 1960-61. En estos años la economía entró en una etapa de expansión, acompañada de un "boom" de inversiones, originándose un fuerte incremento de las importaciones de bienes de capital y un uso abusivo de los préstamos del exterior a corto plazo, que se concretó en un importante ingreso de capitales que debieron ser devueltos en los años próximos. En 1962 y 1963, esto último, unido al fracaso de las cosechas, provocó un serio problema de endeudamiento.

(8) - Ver: Henry W. Laurant: "Factors affecting foreign investment in Argentina". Stanford Research Institute. Menlo Park, California, U.S A. "International Development Center", 1963.

(9)- Ver Richard D. Mallon: "Exchange Policy: Argentina". Harvard University. Development Advisory Service. Bellagio Conference. (June) 1966.

externo. A fin de contener las importaciones y limitar los pagos al exterior, las autoridades monetarias aplicaron en 1962 una restrictiva política monetaria, que provocó una muy seria caída en el nivel de actividad económica, y el país debió soportar nuevamente los efectos de una grave recesión, que originó un gran número de convocatorias y quiebras.

Los años 1964 y 1965 marcaron una importante recuperación (10), hasta llegar de nuevo a aproximadamente los mismos niveles del producto bruto interno de 1961. Sin embargo, a fines de 1965 y principios de 1966 se volvieron a hacer sentir los síntomas de una nueva entrada en un período de inestabilidad industrial, situación que perduró durante todo este último año, y que provocó una nueva caída del producto bruto interno de alrededor del 2%. En los últimos meses de 1966 las empresas debieron preparar sus planes para 1967 y, ante la falta de una clara política económica del nuevo Gobierno para ese año, adoptaron una política muy cautelosa en materia de gastos e inversiones. En 1967 la industria en general continuó actuando a niveles deprimidos.

Estos cambios bruscos en el nivel de actividad económica influyen desfavorablemente en la realización de inversiones a largo plazo, dado que hace que las plantas industriales se hallen sujetas a fuertes y continuas fluctuaciones en su nivel de operaciones. La coyuntura económica tiene, en consecuencia, una importancia crucial en cuanto a si se concreta o no la decisión de inversión.

Así es como, en muchas ocasiones, no obstante haberse ya llegado a decidir que un determinado proyecto es más beneficioso que otros que han sido considerados, no se asignan los recursos para llevarlo a cabo (es decir, se suspende la inversión proyectada), por considerarse que la situación económica no es propicia para ello en ese momento.

(10)- No obstante, según R. D. Mallon, "recientes investigaciones indican que aún en 1965 el porcentaje de capacidad industrial instalada utilizada no había llegado todavía al modesto nivel de 1961 (alrededor del 67%), aún cuando la producción real se había elevado en más del 12%". R.D.Mallon: "Exchange policy: Argentina", op. cit.

6. La estrechez del mercado

La Argentina tiene una población de unos 22 millones de habitantes para una superficie de unos 2,7 millones de kilómetros cuadrados. De esto resulta una densidad media de alrededor de sólo 7 habitantes por kilómetro cuadrado. Además, el ingreso medio de la población es reducido, si lo comparamos con el de países como EE.UU., Suecia, Alemania Occidental, etc. Estos tres factores -reducida población, poca densidad media y bajo ingreso medio- limitan los niveles de producción de las inversiones potenciales, impide muchas veces el establecimiento de plantas industriales de tamaño óptimo (economías de escala), y afecta desfavorablemente la productividad de las inversiones que se realizan (11).

(11)- Al respecto, en el estudio de la CEPAL " Problemas y perspectivas del desarrollo industrial latinoamericano" (pág. 35) se dice que "la dimensión económica mínima (que es aquella más allá de la cual los costos se reducen más suavemente) excede en mucho la dimensión de los mercados nacionales aislados de la mayor parte de los países (latinoamericanos); esto es así en la enorme gama de las fabricaciones químicas y petroquímicas, en la fabricación de celulosa y de papel, en la siderurgia y en la producción de vehículos de transporte y de numerosas clases de maquinarias. Se aplica, para los rubros de productos químicos pasados y de automotores, incluso del país de más vasto mercado nacional en términos de producto global, el Brasil. Como ejemplo baste señalar la industria de la celulosa y el papel, en la cual, de la treintena de plantas principales en actividad en toda América Latina, únicamente dos tienen capacidad de producción anual que excede lo que podría considerarse el mínimo económico en su rubro".

La integración económica que se trata de establecer en latinoamérica tiene por objetivo solucionar este problema. En diversos casos (como por ejemplo el de la elaboración de productos celulósicos en Chile) se están creando industrias con miras a la exportación de gran parte de la producción (ibid., pág. 119).

La estrechez del mercado argentino se nota principalmente en las provincias del norte (Catamarca, La Rioja, Salta, Jujuy, Chaco y Formosa) y en las del Sur (La Pampa, Santa Cruz, Chubut, y Tierra del Fuego). En estas regiones, la estrechez del mercado trava, o al menos dificulta, la realización de inversiones. En diversas oportunidades este factor ha impedido en la Argentina realizar inversiones en nuevas industrias o incorporar maquinaria más avanzada, de mayor rendimiento y volumen de producción.

Con relación a esto, pensamos que el tan comentado (y pospuesto) proyecto "Chocón - Cerros Colorados", y la paulatina liberalización del comercio dentro de la ALALC en los próximos años, podría ayudar a solucionar en alguna medida los problemas derivados de la actual estrechez de los referidos mercados.

7. La elevada protección arancelaria

A fin de sustituir importaciones, lograr la industrialización, y obtener mayores ingresos fiscales, en la Argentina se ha venido aplicando una política de elevada protección arancelaria, (al menos, hasta el 13 de marzo de 1967) además de otras medidas de control de importaciones.

Los aranceles y recargos de importación que se establecieron fueron frecuentemente (1) mucho más elevados que lo que se requería que fueran para fomentar el desarrollo de industrias sustitutivas de importaciones y (2) el resultado de la influencia de los grupos de productores más importantes.

Esta fuerte limitación de la competencia exterior ha actuado como un factor decisivo para la realización de inversiones en diversas ramas industriales, permitiendo que se establecieran empresas en un mercado en el que casi no existe competencia. Incluso, en muchos casos, la combinación de una elevadísima protección aduanera, con la estrechez del mercado, han facilitado el desarrollo de situaciones de monopolio u oligopolio. En estas situaciones, la rentabilidad de las inversiones se ha venido logrando fundamentalmente por medio del precio y no del volumen de ventas.

8. La voracidad del régimen impositivo

Este factor tiene fundamental importancia en las decisiones de inversión. Un régimen impositivo establecido esencialmente sobre la base de la necesidad de procurar recursos al Estado actúa frecuentemente en forma desfavorable sobre la realización de las inversiones.

En la Argentina, el fuerte déficit fiscal de los últimos años ha hecho que los sucesivos gobiernos apelaran al recurso de elevar los impuestos existentes o establecer otros nuevos a fin de hacer frente a los fuertes egresos de la Tesorería de la Nación. Es así como el impuesto muchas veces ha sido establecido (o incrementado) no con miras al futuro aprovechamiento eficiente de esos ingresos, sino principalmente con el fin de solucionar reiterados déficits financieros del Gobierno Nacional.

Un régimen impositivo orientado en este sentido, puede provocar, en ciertas ocasiones, una sensible disminución de la inversión. En nuestro país, esto que decimos ha ocurrido en diversas oportunidades. Un ejemplo concreto puede verse en el caso de las inversiones en tractores y maquinaria agrícola en los últimos tres años.

A fines de 1964 el Gobierno suprimió las desgravaciones impositivas de que (por aplicación del artículo 81 de la ley 11.682) gozaban los productores agropecuarios sobre las inversiones en bienes de capital destinadas a incrementar la capacidad productiva de sus explotaciones.

En gran medida como consecuencia de esto (12), a partir de principios de 1965 se originó una sensible disminución de las inversiones en tractores y maquinaria agrícola, lo que produjo en ese año una grave disminución de las ventas de estos bienes

(12) - Otros factores que también hicieron decaer fuertemente las inversiones en maquinaria agrícola fueron: a) el gran aumento del precio de los tractores en 1965 (aproximadamente un 36%; y b) que los créditos del BID y del Banco de la Nación fueron acordados en partidas globales y discontinuos.

(de aproximadamente el 30% con relación a 1964), acompañada de una fuerte acumulación de stocks en las empresas productoras (13). A principios de 1966 la situación se agravó aún más ya que las ventas de maquinaria agrícola descendieron drásticamente a 1/3 de las del mismo período del año anterior.

La falta de adecuadas inversiones en las explotaciones rurales durante 1965 y 1966 implicó (a) una disminución del ritmo de tecnificación agraria y (b) una drástica paralización de las inversiones en el sector productor de maquinaria agrícola como consecuencia de la grave situación de las empresas y las malas perspectivas futuras.

Si bien la inversión en bienes de uso en el sector agropecuario no dependieron exclusivamente de las desgravaciones que otorgaba anteriormente el referido artículo 81 de la ley del impuesto a los réditos (14) este tuvo una importante influencia en la realización de dichas inversiones antes de su derogación.

Ante la fuerte caída de las inversiones de maquinaria agrícola en el sector agropecuario durante 1965 y 1966, el nuevo Gobierno cambió de rumbo y estableció en setiembre de este último año desgravaciones impositivas destinadas, precisamente a (1) incrementar las inversiones en las explotaciones rurales y (2) recuperar las ventas de los sectores siderúrgico, metalúrgico y de maquinaria agrícola.

(13) - Conclusiones de la Convención Nacional de Fabricantes de Maquinaria, Implementos y Repuestos Agrícolas -12/4/1966.

(14) - Las ventas de maquinaria agrícola están exentas del impuesto a las ventas, pero no lo están las ventas de materiales ni las partes adquiridas a terceros (salvo en el caso de tractores).

9 . Los beneficios especiales acordados por los gobiernos a las inversiones ex-
tranjeras de capital.

En diversas oportunidades los gobiernos han acordado beneficios especiales para fomentar las radicaciones de capital en el país. Un caso concreto es el de la industria automotriz, ya que bajo un régimen especial se radicaron en la Argentina gran número de fábricas con volúmenes de producción reducidos, en cada caso. Esto ha creado un serio problema de eficiencia, ya que la industria automovilística es una de las que más responde a las economías de escala. Al aumentar la capacidad de producción, la inversión por unidad producida disminuye más pronunciadamente que el costo. Esto en gran parte se debe a: (a) la baja incidencia de la depreciación en el costo de producción (entre un 6% y 10%), y (b) el gran nivel de automatización que se puede lograr, especialmente cuando se opera a altos volúmenes (15). Al respecto, resulta de interés el siguiente cuadro.

(15) - "Un aumento de la producción desde 100,000 a 200.000 unidades acarrearía una disminución en las inversiones por unidad de cerca del 30% al paso de que el costo variaría en sólo un 10%". CEPAL: "Problemas y perspectivas del desarrollo industrial latinoamericano", pág. 144. Solar /Hachette. Bs. As. 1964.

CUADRO 15: VARIACION DE LOS COSTOS Y DE LAS INVERSIONES SEGUN EL VOLUMEN DE FABRICACION DE AUTOMOVILES DE PASAJEROS

<u>Volumen de producción</u> (Vehículos por año)	<u>Inversión</u>	<u>Costo de Producción</u>
	(números Indices)	
1.000	-	197
50.000	-	118
100.000	100	100
200.000	70	90
300.000	60	-
400.000	60	85

Fuente: CEPAL: "Problemas y perspectivas del desarrollo industrial latinoamericano", pág. 144. Solar/ Hachette. Bs.As , 1964.

/ En la Argentina (lo mismo que en todos los demás países latinoamericanos) cada una de las fábricas establecidas tienen una capacidad de producción inferior a las 100.000 unidades, es decir que todas se hallan dentro de la zona más crítica de las curvas de inversión y costo. En consecuencia, la población Argentina (y latinoamericana) se halla actualmente imposibilitada de aprovechar las economías de escala, debiendo pagar, a través del precio de cada automotor, los cuantiosos desperdicios de capital y altos costos de producción.

Esto muestra claramente que si bien el régimen especial de radicación de capitales en la rama automotriz dió lugar a nuevas inversiones, éstas implicaron (1) un alto desperdicio de capital, (2) altos costos de producción y (3) elevados precios de venta..... que pagó el consumidor.

10. La relación de precios de los productos pecuarios y agrícolas

Las variaciones en las relaciones de precios del ganado y de los principales productos agrícolas de la Argentina (trigo, maíz, lino, etc.) tienen una gran importancia en las decisiones de inversión de los productores rurales. En un sentido amplio, las inversiones en el sector agrícola o pecuario han estado, y están, vinculadas a la relación de precios entre los productos de ambos sectores.

Las inversiones en el sector pecuario dependen, en gran medida, de lo "remunerativo" que sea el precio de los novillos, por ejemplo, con relación al del precio ponderado de la producción de trigo, maíz y lino. Al respecto, resulta de sumo interés señalar que, según estudios realizados por CAFADE y citados por R.D. Mallon, "Cuando esta relación excedede 4.0 veces, se expande el area de pastoreo y se retienen más animales para la alimentación y engorde;" cuando este coeficiente cae por debajo de 4.0 el stock ganadero se reduce, destinándose una mayor área a los cultivos " (16)

(16) - R.D Mallon: op. cit. Ver además, "Agricultural Development and Economic Growth", estudio preparado para CAFADE en 1962 por un grupo de expertos argentinos y estadounidenses de la Agencia Internacional de Desarrollo.

Evidentemente esta "conversión" de los campos de un tipo de actividad pecuaria a agrícola (o viceversa) sólo puede hacerse en ciertas zonas del país aptas tanto para la producción agrícola como para la pecuaria (17). Pero es indudable que la evolución de los precios relativos de los productos indicados tienen, especialmente en un país como la Argentina, de gran base agrícola-ganadera, considerable influencia sobre las decisiones de inversión de importantes grupos económicos.

(17) - Al respecto resulta de interés notar que a partir de la iniciación del segundo semestre de 1966 la relación de precios en el país se inclinó en favor del sector agrícola en perjuicio del pecuario. Como lo señala la publicación Business Trends, " la baja de las cotizaciones para las carnes contrasta con los buenos precios de sostén existentes para los diversos productos agrícolas. Además, entre los productores rurales existen expectativas de una mayor liquidez a corto plazo en el sector agrícola. Esto ocurre debido a que mientras el cobro de la cosecha puede realizarse a corto plazo, la venta del ganado vacuno no ofrece perspectivas de una relativamente pronta cobranza a buenos precios. Estos hechos hacen que en aquellas zonas en que es posible el paso de la actividad ganadera a la agrícola, los productores rurales se orienten hacia esta última".

(B. Trends N° del 31/10/66, p. 1 y 8).

11. Factores técnicos que afectan a las decisiones de inversión en la Argentina

Las decisiones de inversión de las empresas, están íntimamente vinculadas a diversos factores técnicos básicos. Consideramos que en la Argentina los más importantes son los siguientes:

a) Transportes

La existencia de buenos medios de transporte influye en las decisiones de inversión desde el punto de vista geográfico. En la Argentina, la concentración de los medios de transporte en la zona litoral y de la provincia de Buenos Aires, y su convergencia hacia la Capital Federal, influyó poderosamente en la centralización industrial de dicha zona.

Por otra parte, el estado físico de los ferrocarriles acusa un gran deterioro, no obstante los grandes esfuerzos por mejorarlo. Al respecto, alrededor del 57% de las líneas de vías férreas tiene una antigüedad de más de 40 años y sólo el 20% tiene menos de 20 años de uso, planteándose un problema similar en cuanto a la situación de las locomotoras y vagones (18). La falta de inversiones en caminos y ferrocarriles limita la posibilidad de realizar fuertes inversiones privadas en otras zonas del país. Así, por ejemplo, la carencia de una red ferroviaria y caminera más diversificada, y de energía eléctrica abundante explica en gran medida porqué el puerto de Bahía Blanca no se ha transformado aún en un importante centro industrializador de las materias primas de la Patagonia.

b) Mano de Obra

La Argentina dispone actualmente de una mano de obra inteligente y capaz de asimilar con rapidez las nuevas técnicas y procesos industriales. Al referirse a la calidad de la mano de obra argentina, Henry Laurant indica que "el consenso del gran número de industriales entrevistados durante diferentes fases del programa de CAFADE fue el de que, donde existían problemas, surgieron principalmente de la falta de entrenamiento o supervisión, y no de características negativas inherentes a la fuerza de trabajo. Muchos de los informantes pertenecían a compañías extranjeras y tenían

(18) - Ver: Henry W Laurant, op. cit., págs. 22 y 23.

en consecuencia la posibilidad de comparar a los trabajadores de la Argentina con los de la misma industria en EE.UU. o Europa; la gran mayoría señaló que, dado un adecuado entrenamiento y supervisión, la mano de obra argentina está completamente a la par con la correspondiente a esos países" (19)

El problema radica fundamentalmente en la escasez de mano de obra en extensas zonas de la Patagonia y del norte del país, lo que actúa como un factor limitativo de la realización de importantes inversiones en esas regiones.

c) Fuerza Motriz

El país carece de un adecuado desarrollo energético. Esto influye desfavorablemente sobre las inversiones en otras industrias por la imposibilidad de satisfacer sus necesidades. El consumo anual de kilowatts hora per cápita en la Argentina es de 366. Al comparárselo con los consumos de Canadá (6.500), EE UU. (4.500), Suiza (3.640), etc., se nota el reducido desarrollo energético del país, basado fundamentalmente en la energía termoeléctrica. (20). Además, el consumo de electricidad acusa grandes variaciones a lo largo del país, como puede verse en el cuadro 16.

La distribución geográfica del consumo de energía eléctrica destaca la concentración industrial en la Capital Federal y Gran Buenos Aires. En dicha zona se halla localizado el 75% de la producción de energía eléctrica del país. Este hecho hace que las nuevas inversiones privadas que se deseen efectuar se orienten

(19) - H. W. Laurant, op. cit., pág. 36.

(20) - Si bien diversos estudios asignan a la Argentina un potencial hidroeléctrico aprovechable de unos 20 millones de Kw., hasta ahora sólo se ha aprovechado sólo el 1,5% de dicho potencial.

principalmente hacia las regiones que cuentan con un buen aprovisionamiento energético, lo que provoca una mayor distorsión en la asignación geográfica de los recursos económicos. Al respecto, es interesante destacar que las posibilidades de la provincia de Córdoba para asegurar la disponibilidad de energía eléctrica tuvo gran importancia en las decisiones de inversión de IKA Y FIAT, en el sentido de radicar sus plantas industriales en dicha provincia (21).

(21) - H. W. Laurant, op. cit., pág. 29.

CUADRO 16 ARGENTINA: CONSUMO DE ELECTRICIDAD POR HABITANTE Y PORCENTAJE DE PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD SOBRE EL TOTAL DEL PAÍS.

<u>Jurisdicción Geográfica</u>	<u>Consumo de electricidad por habitante. (kw/h)</u>	<u>Porcentaje de produc- ción de electricidad sobre el total del país.</u>
Gran Buenos Aires	554	49,1 %
Provincias		
Mendoza	482	4,6
Río Negro	332	0,8
Buenos Aires	283	25,8
Santa Fé	264	6,6
Córdoba	260	6,2
Tucumán	139	1,5
Corrientes	135	1,0
San Juan	126	0,6
La Pampa	123	0,2
Salta	85	0,5
Entre Ríos	83	0,9
San Luis	81	0,2
Catamarca	67	0,1
La Rioja	66	0,1
Jujuy	64	0,2
Chubut	62	0,1
Santiago del Estero	58	0,4
Tierra del Fuego	56	escasísimo
Neuquén	54	0,08
Chaco	42	0,3
Formosa	36	0,08
Misiones	34	0,2

C A P I T U L O V I I I

DE CIERTOS ASPECTOS LEGALES E IMPOSITIVOS QUE INFLUYEN SOBRE LAS DECISIONES DE
INVERSION EN LA ARGENTINA

En este capítulo se harán algunas consideraciones acerca de las disposiciones legales más importantes que influyeron sobre las decisiones de inversión en los últimos años, y las últimas modificaciones al régimen de importaciones de bienes de capital y de desgravaciones impositivas. Algunas de esas disposiciones son de carácter promocional, mientras que otras, -últimamente modificadas- afectaron desfavorablemente a las decisiones de inversión.

Desde 1964 hasta mediados de 1967, las inversiones de capital se rigieron básicamente por las siguientes disposiciones:

- I - La Ley n° 14.780 - dictada en 1958 - que estableció el régimen de inversión de capitales extranjeros;
- II - La Ley N° 14.781, de promoción de inversiones internas;
- III - El decreto N° 5.339/63, que determina la prioridad de equipamiento para los proyectos de instalación y/ o ampliación de plantas industriales;
- IV - El decreto N° 3.113 del 30/4/1964;
- V - Las Circulares R. C. N° 196 y 238 del Banco Central de la República Argentina, del 20/11/1964 y 23/7/1965, respectivamente.

Este régimen fué modificado en 1967 por las siguientes disposiciones fundamentales:

- VI -La Circular R.C. N° 328 del Banco Central, que modificó sustancialmente el régimen de importaciones de bienes de capital;
- VII- El decreto N° 5.364/67, que crea el Servicio de Promoción de Inversiones Externas: y
- VIII- Además, cabe destacar las desgravaciones impositivas establecidas en 1967/68, tendientes a promover las inversiones de capital (1), concretadas fundamentalmente en las modificaciones al artículo 81 de la ley N° 11.682.

(1) En este capítulo no se analizan diversas disposiciones impositivas de carácter particular por ser excesivamente fluctuantes.

I - LA LEY N° 14780 (REGIMEN DE INVERSION DE CAPITALES EXTRANJEROS) DICTADA EN 1958

Las disposiciones más importantes contenidas en esta ley son las siguientes:

1. Derechos y preferencias

En su artículo 1° establece que los capitales extranjeros gozarán de los mismos derechos que " la Constitución y las leyes acuerdan a los nacionales", cuando los primeros se inviertan en el país en:

- a) La promoción de nuevas actividades productivas; y
- b) La ampliación y/ o perfeccionamiento de las existentes,

siempre que sean "necesarias para el desarrollo económico nacional".

Con relación a estos objetivos, el artículo 3° de la misma ley establece cuáles serán las inversiones extranjeras a las que se dará preferencia, especificando las siguientes:

- a) "Las que se destinen a elaborar materias primas para la industria, partiendo de recursos nacionales y/ o a producir bienes de capital y de utilización intermedia que contribuyan a la mejor evolución de la economía nacional sobre la base de su instalación en el interior y del desarrollo o integración de las economías regionales".
- b) Las "radicaciones de capitales y técnicas que se asocien, incorporen o amalgamen con sociedades u otras formas de empresas de capitales nacionales ya existentes o a crearse para la promoción de actividades de positivos beneficios para el país".

Además, agrega que se deberá dar preferencia a quienes se comprometan a reinvertir en el país sus utilidades.

2. Naturaleza de las inversiones extranjeras

El artículo 2° establece cuál es la índole de las inversiones de capital que pueden efectuarse dentro de este régimen. Al respecto indica que la incorporación de capital extranjero podrá efectuarse mediante alguno o algunos de los siguientes elementos:

- a) Divisas;
- b) Máquinas, equipos e instalaciones que aseguren el normal desenvolvimiento de las actividades a desarrollar y, concurrentemente en
- c) Repuestos;
- d) Materias primas, y
- e) Otras formas de aportes,

por el plazo que en cada caso se determine.

3. Autorización de las inversiones extranjeras -Requisitos

El mismo artículo 2º informa que " el ingreso de los capitales extranjeros que se inviertan bajo el régimen de la presente ley requerirá la previa autorización del Poder Ejecutivo. Esta autorización estará "condicionada a que las actividades productivas a crearse, expandir y/ o perfeccionar:

- a) "proporcionen suficientes garantías técnico económicas", y
- b) "contribuyan directa o indirectamente a:
 - I) "Substituir importaciones,
 - II) Incrementar las exportaciones, o
 - III) Promover aquellos desarrollos conducentes a un racional y armónico crecimiento de la economía nacional".

Con respecto a este último requisito (III), pensamos que es potencialmente tan amplio y flexible, que son muchas las industrias que podrían considerarse incluidas dentro de los conceptos indicados.

4. Derecho de transferencia de utilidades al exterior

La Ley Nº 14.780 otorga a las inversiones extranjeras amplísimas posibilidades para transferir utilidades al exterior. Al respecto establece que "... sus titulares (de las inversiones que se autoricen en virtud de esta ley) podrán transferir al país de origen, por dicho mercado (libre) las ganancias anuales líquidas y realizadas provenientes de dichas inversiones " (art. 4º).

5. Derecho de repatriación del capital extranjero

También en este aspecto, el artículo 4° de la ley es de carácter amplio, ya que no establece para la salida (desinversión) de esos capitales, otros obstáculos que los que expresamente se hubieren establecido en oportunidad de aprobar la inversión.

6. Acuerdo de otros derechos o beneficios adicionales

La ley N° 14.780 concede además al Poder Ejecutivo grandes facultades a fin de impulsar las inversiones básicas en actividades industriales y de la producción. En tal sentido, el artículo 5° establece que el P.E. "podrá acordar alguna o algunas de las medidas autorizadas por las leyes vigentes, con relación a":

- a) Derechos aduaneros;
- b) Régimen impositivo;
- c) Régimen cambiario;
- d) Tratamiento crediticio; y
- e) Inclusión de las inversiones en el régimen más favorable de fomento y defensa de la industria.

En cuanto al otorgamiento de estos beneficios, el mismo artículo aplica, al menos en principio, un criterio de tipo "objetivo" al decir que "deberán ser extendidos (por el P.E.) a todos aquellos sectores de la producción que se encuentran en igualdad de condiciones. Si bien esta norma pareciera ser "objetiva", en realidad - a nuestro modo de ver- esto no resulta tan claro. Así, cabe preguntarse: Cúal es el real significado de las palabras "todos aquellos sectores de la producción que se encuentren en igualdad de condiciones? Cúales son las bases para saber (y decidir) que un sector de la producción se encuentra en "igualdad de condiciones" a otro?

7. Obligación del Poder Ejecutivo

La ley N° 14.780, en su artículo 6°, impone al P.E. - al menos teóricamente - la obligación de adoptar los recaudos necesarios para verificar tres cosas principales;

- a) "El origen del capital extranjero a ingresar"
- b) Que dicho capital "no sea aplicado a otros fines que los específicamente aprobados"; y
- c) Que la inversión "no afecte el desenvolvimiento normal de las empresas locales"

preexistentes, cuya evolución debe asegurarse en orden a su capacidad y eficiencia".

Vinculado a este último punto (o), agrega que "deberá asegurarse a las industrias nacionales la posibilidad de importar equipos o elementos de producción similares a los radicados, en las condiciones que la reglamentación determine.

8. Publicidad de las solicitudes de inversiones de capital

Según el artículo 7° de la referida ley, el P.E. deberá dar amplia publicidad de todas las solicitudes de inversión que se formulen, "asegurando su difusión en los sectores interesados, antes de concederse la respectiva autorización". Sin embargo, en el mismo artículo se establece una excepción a la obligatoriedad de esta amplia publicidad: " aquellos casos que afecten a la defensa o seguridad nacional".

II - LA LEY N° 14.781 DE PROMOCION DE LAS INVERSIONES INTERNAS

Esta ley estableció, según su artículo 1°, un "régimen destinado a crear y mantener las condiciones necesarias para dar seguridad al desarrollo integral y armónico de la producción industrial del país". Entre sus disposiciones, por el artículo 3° faculta al P.E. a determinar la "exención y desgravación por periodos determinados" teniendo en cuenta un plan de prioridades según su artículo 10°.

III - EL DECRETO N° 5339/63: PRIORIDAD DE EQUIPAMIENTO PARA LOS PROYECTOS DE INSTALACION Y/O AMPLIACION DE PLANTAS INDUSTRIALES

Este decreto se compone de siete partes:

1. Prioridad de equipamiento
2. Del trámite
3. Radicaciones de capitales extranjeros
4. Disposiciones comunes
5. Intransferibilidad de los bienes importados
6. Disposiciones especiales; y
7. Disposiciones transitorias.

Los aspectos que consideramos de mayor importancia a los efectos de nuestro estudio son los siguientes:

I. PRIORIDAD DE EQUIPAMIENTO

Concepto. Autorización. Exenciones cambiarias, fiscales y aduaneras.

En esta parte del decreto se establecen los requisitos que, en forma conjunta, deberán reunir los proyectos de instalación y/o ampliación, para que tengan prioridad (ver el texto completo en el apéndice a este capítulo). En su artículo 2° establece que la prioridad de equipamiento será acordada por decreto del Poder Ejecutivo y autorizará a la beneficiaria a introducir "libre de todo recargo cambiario, impuesto o derecho aduanero de las maquinarias y equipos destinados a la implantación industrial que no se fabrique en el país o que cuando se fabrique el interesado pueda demostrar fehacientemente que no satisfacen las exigencias tecnológicas que el proyecto exige".

Además, por el mismo artículo 2° extiende dicha autorización a los "repuestos y accesorios necesarios para garantizar la puesta en marcha y el funcionamiento durante el período de prueba del equipo hasta un máximo en valor del 5% de las máquinas o equipos importados. Sin embargo, establece una limitación de tiempo, ya que agrega que "esta franquicia tendrá validez para los repuestos y accesorios que se embarquen hasta los 90 días posteriores a la fecha de puesta en marcha de la planta, los que estarán sujetos a comprobación de destino".

2. DEL TRAMITE

Los pasos concernientes a la tramitación de la obtención de la "prioridad de equipamiento" se hallan indicados en los artículos 4° al 9° del decreto N° 5.339/63.

Para acogerse a los beneficios de este decreto los interesados deben presentar la documentación pertinente ante la Secretaría de Estado de Industria y Minería. A este fin, la documentación deberá incluir adecuada información relativa a los siguientes aspectos (para un detalle más amplio, ver el artículo 4° del referido decreto):

1. Estudio técnico- económico del proyecto sobre el futuro de la empresa.
2. Aspectos financieros del proyecto.
3. Volumen y diversificación de la producción final y análisis y proyecciones del mercado correspondiente.

4. Procesos de fabricación elegidos, grado de su adecuación a las materias primas a utilizar y grado de evolución tecnológica de la respectiva industria.
5. Determinantes del costo de elaboración.
6. Calidad e importancia de las obras e instalaciones a erigir.
7. Montos aproximados de los equipos industriales a introducir del exterior y de los que se adquirirán en el país.
8. Plazos de instalación y de puesta en marcha.
9. Aspectos considerados para decidir la localización de la empresa.

Una vez verificada en principio, por la Secretaría de Industria y Minería la viabilidad del proyecto, girará los antecedentes a la Comisión Asesora de Importaciones del Ministerio de Economía, para que dictamine si es aconsejable una nueva inversión en el sector considerado. Esta comisión deberá emitir su opinión mediante dictamen, dentro de los 30 días contados a partir de la fecha en que el proyecto fue enviado a su consideración. En el caso de que vencido ese plazo, dicha Comisión no haya emitido su dictamen, se considerará que no hay objeciones y el trámite continuará su curso.

Aprobado por la Comisión Asesora de Importaciones o vencido el plazo de 30 días, la Secretaría de Estado de Industria y Minería realizará el estudio económico-industrial del proyecto, cuyas conclusiones deberán ser elevadas al Ministro de Economía dentro de los 90 días " a contar de la fecha de presentación".

Finalmente, en caso de aprobación, el decreto que declara la "prioridad de equipamiento" será firmado por el Ministro de Economía y el Secretario de Industria y Minería.

3. RADICACIONES DE CAPITALS EXTRANJEROS

En la parte III, artículos 10° al 14°, el decreto N° 5.339/63 se refiere a las radicaciones de capitales extranjeros.

a) Requisitos y trámites

En su artículo 10°, indica que las propuestas de inversión de capitales extranjeros que se efectúen amparadas en la ley N° 14.780 "estarán sujetas a los requisitos y trámite establecidos en los artículos anteriores" (es decir, a los ya

considerados en los artículos 1 al 9 del decreto N° 5.339/63). Además, y adicionalmente a estos requisitos y trámites, el mismo artículo 10° aclara que "... el decreto del Poder Ejecutivo que acordó la prioridad de equipamiento incluirá el reconocimiento del origen extranjero del capital, clasificado en bienes físicos, transferencias de divisas y otras formas de inversión previo cumplimiento de los recaudos que la mencionada ley (la N° 14.780) establece".

b) Limitación temporal a la transferencia del capital

De acuerdo a lo que indica el artículo 11°, la firma inversora no podrá transferir las acciones o cuotas de capital (que reciba como contrapartida de su inversión) hasta tres años después de la puesta en marcha, en condiciones normales, de la planta y/o ampliación objeto de la inversión. Sin embargo, a continuación, el artículo 12° establece una excepción a esta intransferibilidad temporal, dado que permite el "desplazamiento de las acciones o cuotas de capital entre empresas del mismo grupo, siempre que como resultado de la operación (de transferencia) no se obtuvieren fondos en el país que pudieren ser transferidos al exterior y previa autorización en cada caso de la Secretaria de Estado de Industria y Minería".

c) Transferencia de utilidades al exterior

El artículo 14 faculta a los inversores a transferir por el mercado libre de cambios las utilidades realizadas y líquidas provenientes de la inversión. Es decir, no establece restricción alguna para poder girar al exterior las utilidades líquidas y realizadas.

d) Reintegro del capital

En cuanto a la devolución o reintegro del capital al exterior, el mismo artículo 14° dice que " se hará en la forma y oportunidad previstas en el decreto de autorización."

4. DISPOSICIONES COMUNES

La parte IV del decreto (artículo 15 al 21) se refiere a aspectos que sólo tocan tangencialmente al análisis que efectuamos. Se refieren (tanto para la "prioridad de equipamiento" como para las radicaciones de capitales extranjeros) a aspectos esencialmente formales: aprobación del detalle de los bienes a introducir del

exterior, autorización del despacho a plaza, control del cumplimiento de la instalación, y puesta en marcha de la planta industrial, e información trimestral a suministrar a la Secretaria de Estado de Industria y Minería.

Consideramos que de todos estos artículos, los N° 20 y 21 revisten sí, gran importancia, por cuanto establecen los actos que harán perder el goce de los beneficios a que se refiere el decreto. Dichos actos aparecen indicados en el artículo 20, el cual dice: "El embarque de las maquinarias correspondientes al proyecto, la apertura de créditos documentarios u otros actos confirmatorios o ratificatorios de la adquisición de equipos en el exterior con anterioridad al dictado del decreto que declare la prioridad de equipamiento o la Resolución conjunta en su caso tendrá el carácter de renuncia a los beneficios previstos en el presente decreto".

Además, el artículo 21 establece una obligación para la Dirección General de Aduanas, al indicar que ésta no dará curso a ningún pedido o solicitud de despacho a plaza de los bienes amparados por el presente régimen si verificara que la fecha de embarque de los mismos es anterior a la del decreto o resolución que declara la prioridad de equipamiento".

5. INTRANSFERIBILIDAD DE LOS BIENES IMPORTADOS

En la parte V del decreto N° 5339/63 - parte que consta de sólo dos artículos (22 y 23) - se establece la intransferibilidad de los bienes introducidos con franquicia del exterior. Al respecto, el artículo 22 dice que dichos bienes "no podrán ser transferidos hasta cinco años después de la puesta en marcha de la instalación industrial, salvo autorización expresa de la Secretaria de Estado de Industria y Minería". Es decir, que pasados cinco años, podrán transferirse sin necesidad de autorización alguna.

Pero en el artículo 23, que se refiere a los bienes introducidos como inversión de capitales extranjeros, la limitación es mayor ya que indica que para su "transferencia será necesario en cualquier tiempo la autorización" de la referida Secretaría de Estado.

6. DISPOSICIONES ESPECIALES

La parte VI del decreto N° 5339/63 establece en su único artículo (el 24), un procedimiento con menores requisitos para determinar prioridad de equipamiento para los "proyectos de la mediana y pequeña industria correspondientes a actividades que promuevan una mayor industrialización de la producción primaria" (ver el artículo 24 del decreto N° 5339/63 en el Apéndice a este capítulo).

7. DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Estos artículos (25 al 27) son sólo de carácter formal.

IV - El decreto N° 3.113/64: Nuevas franquicias de promoción

El P.E dictó el decreto 3 113/64 con el fin de establecer un régimen de promoción que reuniera" en un solo ordenamiento todas las disposiciones referentes a los beneficios y franquicias... para favorecer el genuino desarrollo industrial, y que establezca, además, un orden de prelación entre las actividades y zonas del país que se considera necesario promover, de manera de canalizar las inversiones conforme al mismo " (2). Además, los considerandos del decreto indican que en vista de la gran concentración industrial en la zona del Gran Buenos Aires, " es aconsejable , para estimular la conveniente descentralización de las actividades económicas, excluir de los beneficios del régimen de promoción a la mencionada zona, con las salvedades que expresamente se determina" (1).

a) Actividades promovidas

Las actividades promovidas son básicamente las siguientes, con las especificaciones aclaratorias y excepciones que se indican en el mismo decreto:

- A. Siderurgia
- B. Petroquímica
- C. Celulósica
- D. Industrias mineras
- E. Forestación y reforestación
- F. Pesca y caza marítima y en aguas interiores
- G. Industria de la construcción, " en los casos en que forme un conjunto funcional y completo para la construcción bajo un sistema de construcción normalizado y masivo de viviendas económicas....."

Se establecen diversas zonas de especial promoción, fundamentalmente en el sur, norte y este del país, las que gozan del 100% de las franquicias del artículo 7°.

b) Franquicias

Las franquicias se hallan determinadas en la parte V del decreto 3.113/64.

(2)- Ver los considerandos y el decreto mismo en el Apéndice a este capítulo.

Al respecto, el artículo 6° establece un régimen de carácter opcional, ya que indica que " las empresas o explotaciones comprendidas en el presente régimen de promoción, podrán optar por acogerse a la totalidad de las franquicias que taxativamente se enumeran en el artículo 7°, o por usufructuarlas parcialmente renunciando en forma expresa a las que les acuerdan los incisos a), b) y c) del apartado 1 de dicho artículo, con el objeto de que sus inversionistas puedan beneficiarse con las ventajas impositivas que, en este supuesto, se le conceden por el artículo 8° de este decreto" .

El decreto establece dos clases de beneficios: los otorgados a favor de la empresa o explotación (determinados en el artículo 7°), y los otorgados en favor de los inversionistas (artículo 8°).

Beneficios a favor de la empresa o explotación

El artículo 7° establece que, para gozar de los beneficios que se indican en ese artículo, las empresas o explotaciones comprendidas en dicho régimen de promoción deberán formular sus solicitudes de acogimiento antes del 1° de enero de 1969. El mencionado artículo, determina, a su vez, dos tipos de beneficios:

I) beneficios de carácter general, y

II) " " " especial.

I) Beneficios de carácter general

Estos consisten fundamentalmente en reducciones, diferimientos, y exenciones de impuestos de diversa índole por cierto número de años. Además, incluye " precios de fomento del gas, de la energía eléctrica y de los combustibles, teniendo en cuenta no sólo las cantidades consumidas, sino también la ubicación de las fuentes de energía respecto a las zonas de utilización; igualmente se considerarán tarifas de fomento correspondientes a los diversos sistemas de transporte".

II) - Beneficios de carácter especial

El mismo artículo 7° establece este otro tipo de beneficios. Consisten esencialmente en ventajas especiales que se acuerdan a las empresas o explotaciones teniendo en cuenta la naturaleza de la industria de que se trata. Los sectores

favorecidos son los siguientes:

a) Siderurgia: Para ésta se establece la "exención de derechos aduaneros y recargos de importación sobre las maquinarias, accesorios y repuestos, así como las materias primas, combustibles y materiales que se importan con destino a las plantas siderúrgicas, salvo lo que la industria nacional produzca en cantidad, calidad, plazos y precios razonables"

Además, establece para las empresas de esta rama beneficios especiales concernientes a la forma de amortizar las inversiones de activo fijo a los efectos del pago de los impuestos a los réditos y a los beneficios extraordinarios.

b) Petroquímica: En este caso se determinan "precios de fomento del gas que utilice esta industria como materia prima....."

c) Forestación y reforestación: Al respecto establece que " los titulares de plantaciones forestales podrán constituir las mismas en "bien de familia", en base a lo establecido por la ley 14.394".

d) Pesca y caza marítima: Fija franquicias para la obtención del combustible necesario para las embarcaciones dedicadas a las operaciones de captura.

Beneficios en favor de los inversionistas

Como ya se ha indicado, este es el segundo tipo de beneficios, el que se halla determinado en el artículo 8º. Dicho artículo señala que cuando las empresas o explotaciones opten por renunciar expresamente " a los beneficios que se fijan en los incisos a), b) y c), apartado 1 del artículo 7º, para que los inversionistas se beneficien con las ventajas impositivas que se establecen seguidamente, éstos podrán deducir del rédito del año fiscal las sumas invertidas (aportaciones directas de capital o suscripción e integración de acciones), destinadas a la formación o ampliación de empresas que tengan por objeto alguna de las actividades promovidas, incluidas las zonales, en las proporciones que se determinan en el apartado 1 de este artículo y a condición de que se cumplan los requisitos que se establecen en los apartados 2 a 4 y demás disposiciones complementarias.

Este mismo artículo 8° detalla a cuánto alcanzará el monto deducible, cuándo deberán ser hechas las inversiones, el período dentro del cual se deberán integrar las acciones suscriptas, y el tiempo durante el cual los titulares deberán mantener en sus patrimonios las respectivas inversiones.

El artículo 9° establece una limitación en cuanto al goce de los beneficios, ya que dice que "las franquicias determinadas precedentemente se acordarán mientras exista necesidad de expandir la producción de las actividades y/o en las zonas enumeradas en este decreto".

Hasta aquí se han visto las leyes vigentes más importantes que tienden a promover las inversiones de capital. Empero, simultáneamente han venido coexistiendo una serie de disposiciones que dificultan, e incluso traban la realización de bienes de capital en la Argentina. A continuación pasamos a considerarlas.

V - Las circulares RC 196 y 238 del Banco Central, del 20/11/64 y 23/7/65, respectivamente.

La circular R.C. 196 del Banco Central fué emitida a fines de 1964, fundamentalmente para evitar, en lo posible, los serios problemas de endeudamiento externo que surgieron en el país como consecuencia del grande y desordenado reequipamiento industrial de los años inmediatos anteriores que, al provocar un alto endeudamiento externo a corto plazo tanto perjudicó a los balances de pagos del país en los años siguientes. Dicha circular, modificada posteriormente por la circular R.C. 238, rigió hasta mediados de 1967, y establecía que las importaciones de bienes de capital estaban sujetas básicamente a los siguientes requisitos (3): a) los pagos al exterior correspondientes a importaciones superiores a U\$S 5.000 F.O.B. debían realizarse a plazo: desde 4 semestres a partir de los 6 meses del embarque,

(3) Ver el artículo de Harvey Popell y Jorge L Krasuk aparecido en BUSINESS TRENDS el 28/11/1966: "Probables escasas inversiones de capital en 1967 - problemas para la importación de bienes de capital " Bs.As.

hasta en 14 semestres a partir de los 24 meses del embarque; y b) antes de concertar la compra en firme en el exterior, los importadores debían contar con el formulario N° 1558 debidamente "registrado" en el Banco Central. Una vez hecho esto se podía concertar la compra y ordenar el embarque (4).

Con relación a esto, las empresas importadoras indicaban que se originaban los siguientes problemas (5):

- a) Dificultades técnicas, en algunos casos serias, para diversas empresas que requerían con cierta urgencia bienes de capital que no se producen en el país, en especial para aquellas que poseen plantas con procesos continuos de producción;
- b) Dificultades para lograr financiación de los proveedores del exterior con plazos tan extensos como los que se requiere según la circular R.C. 196, especialmente para las importaciones individuales de hasta U\$S 5.000 como consecuencia de que los importes de cada una de ellas eran acumulables; y
- c) Serio riesgo de cambio, que persiste durante varios años, como consecuencia de la imposibilidad de asegurar cambio futuro a plazos tan extensos.

Dada la dificultad para lograr tan amplias financiaciones de los proveedores del exterior, en gran parte de los casos los primeros pagos correspondientes a las importaciones de bienes de capital se efectuaban por el mercado paralelo, encareciéndose así el precio de los productos.

Era evidente que existía una seria contradicción entre las disposiciones promocionales de las leyes 12.987 (modificada por la ley 15.801), 14.780 y 14.781, y el decreto 3.113 del 30/4/1964 por un lado, y las disposiciones restrictivas de

-
- (4) Con respecto a los importes a financiarse a plazos, la circular R.C. 196 establecía que "se cursarán en las fechas y condiciones que este Banco (Central) consigne en la fórmula N° 1562, una vez introducidas al país las mercaderías" Ver esta circular en el apéndice de este capítulo.
 - (5) Ver el artículo "Probables escasas inversiones de capital en 1967....", ya citado.

las circulares 196 y 238 del Banco Central, recién vistas. La dificultad de encontrar proveedores extranjeros de bienes de capital dispuestos a acordar los tan extensos plazos que exigían las mencionadas circulares afectó a las decisiones de inversión en la Argentina, trabando fuertemente la realización de gran número de ellas.

La circular que se comenta establece algunas excepciones al régimen general, cuyas disposiciones fundamentales acabamos de mencionar. Estas excepciones son en general de poca importancia, pudiéndose mencionar entre ellas las importaciones de bienes de capital comprendidos en la Lista Nacional Argentina para países de la ALALC, y en las Listas Especiales para Ecuador y Paraguay (países de "menor desarrollo relativo").

VI - Las últimas modificaciones al régimen financiero de pagos para las importaciones de bienes de capital: La Circular R.C. 328 del Banco Central

A fin de favorecer las importaciones de bienes de capital, el Gobierno modificó el régimen financiero de pagos para las importaciones de esos bienes mediante la emisión de la Circular R.C. 328 del Banco Central, del 15 de junio de 1967.

Dicha circular establece básicamente lo siguiente:

a) Importaciones que no excedan de u\$s 10.000 de valor F.O.B. La financiación de estos bienes de capital queda librada a lo que los importadores del país acuerden libremente con los proveedores del exterior.

b) Importaciones que excedan de u\$s 10.000 de valor F.O.B. Se admite como máximo un pago inicial en el momento de la formalización de la operación de no más del 5% del importe de los bienes adquiridos.

El saldo pendiente de pago podrá cancelarse en cuotas periódicas iguales que deberán abonarse de acuerdo con los siguientes plazos mínimos, contados a partir de la fecha del embarque:

Monto de la importación	Cancelación del saldo	Pago de la la. cuota
a) Mayor de u\$s 10.000 hasta u\$s 30.000	2 años	6 meses
b) " " " 30.000 " " 50.000	3 "	6 "
c) " " " 50.000 " " 100.000	3 $\frac{1}{2}$ "	6 "
d) " " "100.000 " " 200.000	4 "	6 "
e) " " "200.000 " " 500.000	4 $\frac{1}{2}$ "	12 "
f) " " "500.000 " " 1.000.000	5	12 "

Es decir, que cuando se trata de importaciones de bienes de capital cuyo valor F.O.B. exceda de u\$s 10.000 los plazos mínimos aceptables para el Banco Central van desde 2 años a partir de los seis meses del embarque (para aquellas importaciones superiores a u\$s 10.000 y hasta u\$s 30.000), hasta 5 años a partir de los 12 meses siguientes al embarque de las mercaderías (para importaciones de más de u\$s 500.000 y hasta u\$s 1 millón).

c) Importaciones a efectuarse en términos diferentes a los de la Circular R.C.

328 o que superen u\$s 1.000.000: En estos casos se deberá consultar al Banco Central antes de concertar la operación, utilizando a este fin el formulario; N° 1879 (Ver dicho formulario en el Apéndice a este capítulo).

Quienes deseen importar bienes de esta índole "deberán solicitar y obtener de las instituciones autorizadas la apertura de las correspondientes cartas de crédito, para lo cual deberán presentar la fórmula N° 1880...". La institución autorizada interviniente deberá verificar que la operación se halla encuadrada en los términos de la Circular R.C. 328, procediendo a continuación a conformar la fórmula N° 1880 en todos sus ejemplares (cuatro) . La referida circular agrega que "cumplido ese requisito, la misma institución podrá cursar las respectivas cartas de crédito y realizar los demás trámites en que le corresponda intervenir .El plazo para la utilización de las cartas de crédito no podrá exceder de un año desde la fecha de su apertura. Dentro de los tres días de emitidas las cartas de crédito, las instituciones autorizadas remitirán al Banco Central, al solo fin informativo, un ejemplar de la fórmula N° 1880" .

VII -EL DECRETO N° 5364, QUE CREA EL SERVICIO DE PROMOCION DE INVERSIONES EXTERNAS (Del 26/7/1967).

Por este decreto se crea (art. 1°) en el Ministerio de Economía y Trabajo, dependiente de su titular, el Servicio de Promoción de Inversiones Externas, definiendo (el art. 2°) sus funciones, entre las que se menciona como primera, "estudiar las propuestas de acogimiento al régimen de promoción de inversiones establecidas por la ley N° 14.780 y su reglamentación.

Con respecto a su tramitación, indica que "verificada la viabilidad de la petición (art. 5°) el referido servicio "enviará copia de las propuestas a las Secretarías de Estado u organismos específicos que tengan competencia en la actividad a desarrollar, para que emitan su opinión respecto de las mismas en un plazo que no deberá exceder de treinta (30) días. Simultáneamente, en caso de solicitarse la introducción de maquinarias y equipos libre de recargos, enviará las listas de dichos bienes a la Secretaría de Estado de Industria y Comercio para que ésta informe si dichos bienes se producen en el país en condiciones de razonable economicidad".

Los artículos 6° y 7° se refieren al régimen de oposición. Por el artículo 6° se fija en 3 el número de días durante los cuales se deberán publicar en el Boletín Oficial las solicitudes de acogimiento al régimen de la ley N° 14.780. Por su parte, el artículo 7° establece que "las firmas instaladas y que produzcan los bienes para cuya producción se soliciten los beneficios promocionales, individualmente o en conjunto, podrán presentar oposiciones al otorgamiento de franquicias dentro de los quince (15) días corridos a partir de la publicación mencionada en el artículo 6°", aclarando también qué datos deberán contener para ser tenidas en cuenta.

Si el Servicio de Promoción de Inversiones Externas considera "que el proyecto reúne las condiciones para el otorgamiento de los beneficios solicitados", elevará al Ministro de Economía y Trabajo el proyecto de norma que corresponda dictar".

VIII- El artículo 81 de la ley N° 11.682, del Impuesto a los Réditos

Quizás sea éste, el de las desgravaciones impositivas, uno de los artículos que más agregados, cortes y cambios de diversa índole ha sufrido desde la sanción de la ley N° 11.682, del impuesto a los réditos. Puede decirse que cada nuevo grupo de autoridades que llegó al ejercicio del gobierno en el país, dió muestra de su posición filosófico-económica a través de los cambios en las disposiciones relativas a las desgravaciones del impuesto a los réditos.

Las disposiciones actuales (1968), reconocen una serie de importantes desgravaciones, tal como se indica a continuación (6):

A) Deducciones posibles en el período 1° de junio 1967 al 31 de diciembre de 1968

En su primera parte, el artículo 81 establece que las empresas o explotaciones que realicen inversiones vinculadas con sus explotaciones pueden deducir de sus réditos:

- a) Las industrias manufactureras o de transformación: El 100% de los montos invertidos en maquinarias, equipo o instalaciones, utilizadas directamente en su proceso industrial;
- b) Las explotaciones agrícola-ganaderas: El 100% de los montos invertidos en maquinarias agrícola (entendiéndose como tal la utilizada en la ganadería y aquella que complete el círculo productivo agrario); en tractores y acoplados de uso agrícola; en diversos equipos, instalaciones, alfalfares, plantaciones perennes, reproductores machos, etc. (ver el texto completo en el Apéndice a este capítulo).
- c) Las plantas productoras o elaboradoras de vino: El 100% de la inversión en vasijas vinarias que reúnan las condiciones establecidas en la reglamentación.

- (6)- Además, el art. 83 de la ley 11.682 y el decreto N° 5.376/67 establecen importantes desgravaciones para las inversiones en cierto tipo de vivienda.

- d) Las explotaciones mineras: El 100% de la inversión que efectúen en una serie de rubros importantes (esencialmente maquinarias, equipos, instalaciones, tracción y carga mineras, construcciones e instalaciones destinadas a la explotación minera, viviendas, equipos de transporte y gastos directos de exploración (7)).

Con respecto a este inciso d), se establece un período de desgravación más extenso, ya que dichas disposiciones abarcan a las inversiones que se efectúen entre el 1/6/1967 y el 31/12/1970, inclusive.

- e) Las empresas navieras: El 100% de lo invertido en la construcción de buques destinados a la matrícula nacional y conversiones o modernizaciones de buques con matrícula nacional; y

El 50% de lo que inviertan en equipos, instalaciones y accesorios de carga y descarga afectados a buques, muelles o galpones; o en dragas, diques u otros artefactos flotantes.

Finalmente, el art. 81 establece cuatro limitaciones importantes a la posibilidad de efectuar las deducciones mencionadas: (1) que para la mayor parte de las inversiones consideradas los bienes adquiridos sean nuevos; (2) que el total de las deducciones a realizar no podrá superar el 60% del beneficio impositivo de la empresa antes de computarse la deducción; (3) que el excedente (de deducciones) que no hubiese sido utilizado en el o los dos ejercicios inmediatos anteriores podrá trasladarse hasta los dos ejercicios inmediatos siguientes; y (4) que las disposiciones de dicho artículo 81 no son aplicables a las empresas comprendidas en los regímenes especiales establecidos por las leyes 17.010, y 17.319, y por el decreto 3.113/64.

(7) - Para mayor detalle, ver el texto legal.

VIII - Consideraciones finales relativas a los aspectos legales

De lo visto en este capítulo se desprende que si bien existen algunas leyes que favorecen las inversiones de capital en la Argentina, han venido rigiendo disposiciones que dificultaron y -como se verá a continuación - aún dificultan las importaciones de bienes de capital y, en consecuencia, las inversiones de esa índole. Si bien, como ya se ha indicado más arriba, el Gobierno ha tratado de corregir los problemas derivados de las circulares 196 y 238 mediante la emisión de la R.C. 328, y no obstante todos los comentarios de la prensa en general en el sentido de que esta última hará factible la realización de altas inversiones de capital en el país, nosotros pensamos que sus efectos serán reducidos en tanto:

- a) Se continúe exigiendo a las empresas importadoras de los bienes de capital obtener la apertura de las cartas de crédito para poder efectuar la importación de dichos bienes. Nosotros consideramos que si bien las grandes empresas y compañías de primera línea podrán, en general, lograr la apertura de las correspondientes cartas de crédito, la mayor parte de las empresas medianas, fuertemente endeudadas, no lo podrán hacer, ya que los bancos procederán, obviamente, a seleccionar las compañías a las que les acordarán la apertura de dichas cartas de crédito. En nuestra opinión, no se entiende bien la razón por la que el Banco Central continúa exigiendo el referido requisito; y
- b) Continúen persistiendo en el país perspectivas recesivas. Es evidente que las desfavorables perspectivas económicas hace que los empresarios actúen con mucha más cautela que en épocas mejores, a fin de evitar incurrir en riesgos financieros innecesarios y evitables.

C A P I T U L O IX

CONCLUSIONES

En este estudio se han analizado las características fundamentales de los diversos criterios susceptibles de ser aplicados en el campo privado para la decisión de inversiones, y algunos de los aspectos más importantes que afectan a las decisiones de inversión, con especial referencia a los factores socio-económico-financieros de la Argentina (1).

Se han considerado las inversiones privadas desde el punto de vista de la Dirección de la Empresa y no desde el correspondiente a los individuos. Este enfoque surge del hecho objetivo de que entre ambos tipos de análisis, el concerniente a las inversiones de capital efectuadas por las empresas es de mucho mayor relevancia, ya que en las últimas décadas, y especialmente con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, las inversiones de capital se caracterizan por una serie de factores que las diferencian sustancialmente de las de períodos anteriores, como -entre otros- los siguientes; a) la creciente magnitud de cada inversión; b) la mayor envergadura de las empresas; c) la creciente y más sofisticada tecnología incorporada a las inversiones; y d) el vertiginoso mejoramiento de los procesos decisionales. Los primeros tres factores mencionados reflejan la existencia de agudizados riesgos en un mundo sujeto a continuos y acelerados cambios, mientras que el último representa el avance que está habiendo en los procesos decisionales, fundamentalmente dentro de las grandes organizaciones.

Del análisis efectuado surgen claramente las siguientes conclusiones:

1. El empresario privado opera en una economía totalmente orientada hacia el mercado y, consecuentemente, su decisión de invertir en uno u otro proyecto será normalmente de terminada por el rendimiento pronosticado, que a su vez es una función de (a) la es-

(1) - A fin de poner énfasis en lo que consideramos fundamental, se han dejado de considerar ciertos problemas teórico-prácticos vinculados con situaciones o casos muy específicos.

timación de los precios del mercado y (b) los desembolsos estimados. Para el empresario privado que debe decidir entre una serie de inversiones alternativas esto es suficiente. Por eso puede decirse que su decisión es "unidimensional" (2).

2. Desde un punto de vista amplio, del desarrollo económico del país, el mecanismo de los precios induce a menudo a que en la empresa privada las inversiones se orienten no precisamente a lo que macroeconómicamente es más necesario o deseable para el país de acuerdo con las prioridades establecidas, sino a lo que previsiblemente es más rentable (3). Esta es la razón por la que, a fin de contrarrestar el crudo mecanismo de los precios, en países como la Argentina se han dictado en los últimos años

(2) - Ver, además, "Evaluación de proyectos en países donde predomina la empresa privada", División de Desarrollo Industrial del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas. Nueva York. 1962.

(3) - Como consecuencia de lo anterior, surge la necesidad de que los problemas de decisión de inversiones tendientes al desarrollo económico-social, se encaren con enfoques multidimensionales que contemplen aspectos fundamentales para el país, como:

- a) El aumento del ingreso nacional (distinguiendo entre los efectos inmediatos y a largo plazo). Este es el objetivo principal que generalmente se persigue cuando se deciden las inversiones con un criterio de conjunto, a fin de lograr un mayor grado de desarrollo en un país.
- b) Los efectos sobre el balance de pagos.
- c) Los efectos sobre la distribución del ingreso y sobre la distribución regional de la actividad económica.
- d) La creación de empleos remunerados, especialmente en los países con alta densidad de población y/o alto porcentaje de desocupación disfrazada. Esto es válido en la mayor parte de los países de Latinoamérica en vista del alto grado de desocupación disfrazada. Sin embargo, a nuestro modo de ver, en países como la Argentina la situación es distinta por cuanto:
 - la densidad de población es baja, y
 - la desocupación disfrazada es muy reducida.

Estos factores nos inducen a pensar que la Argentina requiere fundamentalmente inversiones con alto insumo de capital y alto grado de tecnología. A su vez, este tipo de inversión permitiría lograr menores costos y una mejor posición competitiva internacional.

ciertas disposiciones -fundamentalmente desgravaciones impositivas- tendientes a modificar los resultados netos a derivarse de las estructuras de precios existentes, y orientar las inversiones, en lo posible, hacia los sectores que el Gobierno considera prioritarios (ver al respecto, el capítulo VIII).

3. Los criterios de decisión considerados en este estudio no necesitan de una clasificación de los proyectos cuando (a) el capital es ilimitado, y (b) las alternativas son totalmente independientes. En caso de reunirse estas condiciones, sólo bastaría con elegir aquellos proyectos que tengan un valor actual neto positivo o una tasa de rendimiento superior a la mínima requerida dentro de la empresa considerada. Empero, normalmente dichas condiciones no se cumplen, y por ello surge la necesidad de preparar un presupuesto de capital en el que se tengan en cuenta ambos factores, que comportan restricciones en la decisión final.

4. El criterio del "estado financiero" presenta varios aspectos positivos tales como:

- a) Es fácil de entender y comunicar a través de la empresa, a tal punto que, en la experiencia del autor, es -juntamente con el del "período de reintegro"- el más utilizado en la mayor parte de las empresas;
- b) considera la relación entre utilidad e inversión, lo que permite referirse a un "rendimiento" o "rentabilidad" de la inversión;
- c) es en su presentación, idéntico al que en forma tradicional se aplica contablemente a fin de establecer la rentabilidad "histórica" o "real" de la empresa, o de alguna división de ella, lo que permite efectuar comparaciones más fáciles entre los pronósticos efectuados y los resultados reales de las operaciones llevadas a cabo.

Sin embargo, presenta varias deficiencias: a) No considera las distintas "formas" (crecientes, decrecientes, constantes) en que previsiblemente se irán generando los beneficios, es decir, no destaca al valor-tiempo del dinero; b) en cualquiera de los dos métodos incluidos dentro de este criterio ("inversión total inicial" o "inversión promedio") no se toma en cuenta la forma en que se irá invirtiendo el capital en el tiempo, ya que se están formulando dos suposiciones no necesariamente reales: en el

primer caso, la de que la inversión total inicial se mantiene inalterada a lo largo de toda la vida económica del proyecto; y en el segundo, la suposición de que la inversión promedio representa la inversión en cualquier momento de la vida del proyecto. Y es evidente que ni uno ni otro procedimiento reflejarán lo que ocurre en cada período en lo referente a los aumentos o las disminuciones que se producirán en la inversión; c) en el método de la "inversión total inicial" no se reconoce que la inversión decrece debido a la recuperación de los fondos; d) no toma en cuenta el número de años durante el que se obtendrán las utilidades; a este aspecto sólo lo considera en forma indirecta y parcial al calcular la depreciación de los bienes de uso necesarios.

5. El criterio del "período de reintegro" presenta básicamente dos aspectos positivos; a) toma en cuenta—aunque sólo parcialmente— el tiempo de vida económica del proyecto, considerando la primera parte de la vida económica de la inversión (hasta el momento en que se termina de recuperar la inversión efectuada); b) otorga fundamental importancia a la rápida recuperación de la inversión, reconociendo de esta manera el mayor aprecio que usualmente se tiene por una inversión de rápido reintegro. No obstante, sus características negativas son muy grandes: a) No toma en cuenta los ingresos a generarse con posterioridad al tiempo de recuperación, interesándose sólo por los obtenidos por el proyecto hasta que se termina de recuperar la inversión efectuada; b) No considera las diferentes épocas en que se logran los ingresos antes de que se termine de recuperar la inversión; c) No mide el "rendimiento" o "rentabilidad" del proyecto, determinando sólo el tiempo en el que se logra el reintegro de la inversión. De este modo puede llegarse a verdaderos absurdos, clasificando a un proyecto como primero por recuperar la inversión más rápidamente que otros, no obstante tener una rentabilidad igual a cero (e incluso negativa) al no producir ingresos adicionales con posterioridad al momento en que se terminó de recuperar la inversión.

6. Los criterios "del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión" y "del promedio de ingresos netos anuales en relación con la inversión" presentan como positivo el hecho de que consideran todos los ingresos netos a obtenerse durante toda la vida económica del proyecto. Sin embargo, adolecen de dos deficiencias: a) No

consideran las distintas épocas en que se generan los ingresos netos, dejando así de otorgar importancia al valor-tiempo del dinero; y b) No permiten establecer la rentabilidad de la inversión ya que sólo determinan un coeficiente no referido a una base anual de cómputos.

7. Los criterios que toman en cuenta los valores actuales (el criterio de la "tasa interna de rendimiento" y el del "valor actual neto") son, en nuestra opinión, los que responden a una evaluación objetiva (o más objetiva) de los proyectos de inversión que se le presentan al empresario privado (reconociendo, obviamente, que só lo se está trabajando con los valores que se estiman "más probables" y no con datos ciertos).
8. Los criterios de evaluación a nuestro juicio más aceptables, el del "valor actual neto" y el de la "tasa interna de rendimiento", presentan una serie de aspectos po sitivos, entre los que se destaca por su importancia el de la consideración del "valor-tiempo" del dinero. Sin embargo, se hacen aparentes ciertas objeciones, algunas de las cuales fueron analizadas en los capítulos correspondientes. Entre ellas cabe mencionar: a) los problemas vinculados con el precario conocimiento del futuro; b) ciertas limitaciones vinculadas al procedimiento de cálculo, como la que en algunos casos se presentan bajo el problema de la existencia de más de una tasa de rendimiento, o cuando las raíces que satisfacen la ecuación son imaginarias; y c) ciertas limitaciones vinculadas con las hipótesis relativas a la tasa de rendimiento interna y de financiación (en el criterio de la "tasa de rendimiento interna") (Para más detalle, ver el capítulo IV). El criterio del "valor actual neto", si bien es recomendable, también presenta varios problemas: a) No determina una tasa de rendimiento para cada proyecto, sino sólo su valor actual neto; b) Supone la hipótesis (teórica) de que las entradas intermedias de caja generadas por el proyecto se reinvertirán a una tasa de rendimiento igual a la tasa externa de interés usada, y que las salidas de caja se financiarán a esa misma tasa de in

terés; c) Habitualmente existe dificultad en determinar el "costo de capital" para evaluar un proyecto; d) Puede presentarse el problema de la disparidad en la vida económica del proyecto o el problema de la disparidad de los montos de inversión necesarios, o ambos conjuntamente. Asimismo es fundamental tener en cuenta que al aplicar este criterio (o cualquiera de los otros ya analizados), se trabaje con datos de poder adquisitivo equivalente a fin de evitar serios errores en las decisiones de inversión (Ver anexo al Capítulo V) . Además de los problemas teórico-prácticos enunciados, deseamos aquí poner énfasis en un importante problema de orden práctico: el de la empresa que, debiendo decidir entre varios proyectos alternativos, es de aquellas que -por diversas razones inherentes a su débil estructura patrimonial y/o financiera, no puede esperar mucho tiempo a que ingresen los beneficios, y el proyecto más rentable de los analizados obligue precisamente a esa empresa a "esperar" algún tiempo hasta obtener e ingresar utilidades sustanciales (ver el capítulo VI).

9. La evaluación de los proyectos -y la decisión de llevarlos a cabo- sobre una base estrictamente cuantitativa no es la más adecuada. Además, concordamos con lo que sostienen C.F. Carter y B.R. Williams en cuanto a que este "constituye más bien la excepción que la regla" (4). Hay factores de diversa índole -no cuantitativos- que a menudo deben ser tomados en cuenta al adoptar las decisiones de inversión. Entre éstos cabe mencionar:

- (1) el tiempo de espera para la obtención de rendimientos satisfactorios;
- (2) la capacidad del personal directivo y ejecutivo con que cuenta la empresa; y
- (3) el capital (propio y/o ajeno) suficiente para efectuar la inversión (Ver el capítulo VI).

(4) - Ver C. F. Carter y B. R. Williams: " Invertir para innovar " , ya citado, pág. 100.-

10. La decisión de invertir o no, basada solamente en su rendimiento "directo" (es decir, sin tener en cuenta sus efectos indirectos sobre otros productos o líneas de productos puede ser muy peligrosa. Un proyecto puede brindar un rendimiento económico "directo" bajo y, sin embargo, tener una importante incidencia positiva en la rentabilidad de una línea de artículos que la empresa ya viene produciendo. En un caso como éste, la decisión de no invertir en el nuevo proyecto podría llegar a ocasionar la disminución del rendimiento económico que se venía obteniendo en otros productos.

11. Son varios los factores que afectan las decisiones de inversión en general. Entre ellos se destacan los siguientes: a) el costo de la inversión fija instalada; b) capital de trabajo; c) período de construcción; d) gasto inicial de puesta en marcha; e) volumen de ventas; f) precio del producto; g) corriente de costos (desembolsos) durante la vida del proyecto; h) vida técnicamente probable o vida útil de la inversión; i) valor residual final; j) tasa mínima de rendimiento aceptable; k) tasa de impuesto a los réditos aplicable; l) tasas de inflación pronosticadas; m) condiciones generales de los negocios o incertidumbre; n) tiempo de espera para la obtención de rendimientos satisfactorios; ñ) capacidad del personal; o) falta de capital.

12. Factores de diversa índole han venido distorsionando y/o trabando la realización de inversiones en la Argentina. Entre ellos se destacan: a) la inestabilidad de los gobiernos, a partir de 1930; b) el latifundio; c) la inflación que aqueja al país desde hace aproximadamente veinte años; d) la concentración de la actividad económica en pocos centros importantes (polos de atracción); e) la brevedad de las etapas de los ciclos económicos, resultantes de la diversidad de políticas en el campo económico; f) la estrechez del mercado; g) la elevada protección arancelaria; h) la fuerte presión fiscal para la gran mayoría de las actividades económicas; i) los beneficios especiales acordados por los gobiernos a las inver

siones extranjeras de capital (caso de la industria automotriz); j) la relación de pre cios entre los productos pecuarios y agrícolas; k) los problemas de la carencia de a-
decuadas vías de comunicación y transporte, mano de obra y energía en vastas zonas del
país (ver el capítulo VII). Además, y esto es muy importante, la falta de suficientes
cuadros directivos y ejecutivos con altos conocimientos, elevada imaginación y firme
empuje como para pensar y llegar a instrumentar y concretar proyectos de alto vuelo.

13. Con relación a los aspectos legales e impositivos, pensamos que la legislación en vi
gencia en la Argentina provoca una muy fuerte presión fiscal sobre la mayor parte de
las actividades económicas. Empero, consideramos que las desgravaciones establecidas
para la realización de inversiones -cualquiera sea su procedencia, argentina o extran-
jera- en ciertas ramas de la producción que existe interés en fomentar (actividades
prioritarias) son, en general, más que satisfactorias (ver el capítulo VIII y el Apén-
dice de dicho capítulo). Vinculado con este último, pensamos que si el proceso de in
versiones en el campo privado no se llevara a cabo en la Argentina a un ritmo tan rá-
pido como el que pudiera desearse, no sería por falta de adecuados incentivos o des-
gravaciones a los sectores que se consideran prioritarios. Otros factores extra-fis-
cales serían los que incidirán desfavorablemente en dicho proceso.

Finalmente, deseamos dar nuestra opinión con relación a ciertas posiciones agnós-
ticas relativas a las decisiones de inversión. C.F. Carter y B.R. Williams sostienen
que los análisis efectuados en su libro (5) "no suscitan la esperanza de que podamos
formular una teoría sencilla y neta, ni siquiera de que podamos aproximarnos a la ver-
dad por medio de un modelo sencillo". Y agregan a continuación que, para ellos, "la
decisión tomada por muchos economistas de conseguir sencillez analítica gracias a ar-
tificios que eliminen la incertidumbre y otras complicaciones, ha desviado el estudio
de las decisiones de inversión a regiones más fértiles en controversias que en inte-
lección". Pensamos que gran parte de esto es verdad, pero si bien estamos de acuer-
do con dichos autores en que no se puede formular una teoría sencilla y neta acerca
de las decisiones de inversión, consideramos que los diversos criterios analizados

(5) - Op. Cit. pág. 168.

en este trabajo, y especialmente aquellos que, según se ha visto, están a nuestro juicio menos sujetos a críticas, pueden ayudar en gran medida a formar un adecuado concepto, útil para adoptar decisiones con un mayor fundamento racional.

A P E N D I C E

AL

C A P I T U L O V I I I

T E X T O S L E G A L E S

RELACIONADOS CON LAS INVERSIONES DE CAPITAL

REGIMEN DE INVERSION DE CAPITALES EXTRANJEROS

Ley 14780

Artículo 1°.- Los capitales extranjeros que se inviertan en el país en la promoción de nuevas actividades productivas y en la ampliación y/o perfeccionamiento de las existentes, necesarias para el desarrollo económico nacional, gozarán de los mismos derechos que la Constitución y las leyes acuerdan a los nacionales.

Artículo 2°.- La incorporación de capital extranjero podrá efectuarse en divisas o en máquinas, equipos e instalaciones que aseguren el normal desenvolvimiento de las actividades a desarrollar y, concurrentemente, en repuestos, materias primas y otras formas de aportes por el plazo que en cada caso se determine. El ingreso de los capitales extranjeros que se inviertan bajo el régimen de la presente ley requerirá la previa autorización del Poder Ejecutivo, condicionada a que las actividades productivas a crearse, expandir y/o perfeccionar, proporcionen suficientes garantías técnicoeconómicas y contribuyan directa o indirectamente, a substituir importaciones, incrementar las exportaciones o promover aquellos desarrollos conducentes a un racional y armónico crecimiento de la economía nacional.

Artículo 3°.- Serán consideradas con preferencia aquellas inversiones extranjeras que se destinen a elaborar materias primas para la industria, partiendo de recursos nacionales y/o a producir bienes de capital y de utilización intermedia que contribuyan a la mejor evolución de la economía nacional sobre la base de su instalación en el interior y del desarrollo e integración de las economías regionales. Serán también objeto de especial consideración aquellas radicaciones de capitales y técnicas que se asocien, incorporen o amalgamen con sociedades u otras formas de empresas de capitales nacionales ya existentes o a crearse para la promoción de actividades de positivos beneficios para el país. Se deberá dar preferencia a quienes se comprometan a reinvertir en el país sus utilidades.

Artículo 4°.- Las inversiones que se autoricen en virtud de esta ley serán registradas al tipo de cambio de mercado libre y sus titulares podrán transferir al país de origen, por dicho mercado, las ganancias anuales líquidas y realizadas provenientes de dichas inversiones.

La repatriación del capital no estará sometida a otras limitaciones que las que expresamente se hubieren establecido en oportunidad de aprobar la inversión.

Artículo 5°.- Para impulsar las inversiones básicas en actividades industriales y de la producción, el Poder Ejecutivo podrá acordar alguna o algunas de las medidas autorizadas por las leyes vigentes, con relación a derechos aduaneros, régimen impositivo o cambiario, tratamiento crediticio e inclusión de las inversiones en el régimen más favorable de fomento y defensa de la industria. Tales beneficios deberán ser extendidos a todos aquellos sectores de la producción que se encuentren en igualdad de condiciones.

Artículo 6°.- El poder Ejecutivo adoptará los recaudos necesarios para verificar el origen extranjero del capital a ingresar y que no sea aplicado a otros fines que los específicamente aprobados, ni afecte el desenvolvimiento normal de las empresas locales preexistentes, cuya evolución debe asegurarse en orden a su capacidad y eficiencia.

Asimismo, deberá asegurarse a las industrias nacionales la posibilidad de importar equipos o elementos de producción similares a los radicados, en las condiciones que la reglamentación determine.

Artículo 7°.- El Poder Ejecutivo dará amplia publicidad de todas aquellas solicitudes de inversiones de capital que se formulen, asegurando su difusión en los sectores interesados, antes de concederse la respectiva autorización. Exceptúanse aquellos casos que afecten a la defensa o seguridad nacional.

PRIORIDAD DE EQUIPAMIENTOS PARA LOS PROYECTOS DE INSTALACION
Y/O AMPLIACION DE PLANTAS INDUSTRIALES

DECRETO N° 5339.

Buenos Aires, julio 1 1963.

VISTO:

Lo dispuesto por las leyes 14.780 y 14.781, los decretos números 5.800/59, --
13.277/59, 778/62 y disposiciones concordantes y complementarias; y

CONSIDERANDO:

Que conforme a las normas vigentes la importación de equipos industriales se encuentra sujeta al pago de recargos cambiarios y derechos aduaneros; Que debe ser preocupación del gobierno articular un régimen equitativo para la introducción libre de gravámenes de dichos equipos en los casos en que el interés general así lo justifique; Que el decreto N° 13.277/59 ha permitido atender en medida ponderable los planes de expansión de la actividad productora privada; Que su aplicación se encuentra parcialmente suspendida de acuerdo con las limitaciones del Decreto N° 778/62; Que resulta necesario adecuar las citadas disposiciones a las actuales exigencias, teniendo en cuenta la experiencia recogida durante su vigencia y la conveniencia de proseguir una prudente política de equipamiento; Que esa experiencia hace aconsejable mantener las actuales restricciones hasta tanto la situación general de recuperación del país aconseje la reducción gradual y general de los actuales gravámenes a todas aquellas importaciones de equipos y materiales que incidan en los niveles de costo; Que atendiendo al principio de la igualdad ante la ley, debe conciliarse la necesidad de seguir promoviendo las radicaciones de capitales con la defensa de los legítimos derechos de los capitales nacionales; Que a tal fin es equitativo legislar en forma uniforme para todos los casos en que se reconocen condiciones de excepción para la introducción al país de equipos industriales liberados del pago de recargos cambiarios ya sea ésta consecuencia de una radicación de capitales extranjeros o del desarrollo

de un proyecto industrial por parte de empresas nacionales; Que en todos los casos es conveniente alentar la integración parcial de los equipos que se importen con elementos fabricados en el país que reúnan condiciones de eficiencia en relación con los extranjeros con el objeto de tender al máximo alivio de divisas y asegurar al mismo tiempo una mayor actividad a la industria nacional de bienes de capital y servicios; Por todo ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA,

DECRETA:

1. PRIORIDAD DE EQUIPAMIENTO

Artículo 1º.- Los proyectos de instalación y/o ampliación de plantas industriales tendrán prioridad de equipamiento cuando cumplan en forma conjunta con los requisitos que a continuación se detallan:

- a) Que la inversión aporte mejoras técnicas y tecnológicas y posibilite el incremento, mejoramiento cualitativo o abaratamiento de la producción nacional;
- b) Que implique una mayor utilización de materias primas o semielaborados nacionales, directa o indirectamente;
- c) Que arroje un beneficio en la balanza comercial por sustitución de importaciones o desarrollo de nuevas exportaciones;
- d) Que beneficie la balanza financiera exterior en base a los conceptos del apartado anterior en relación con los compromisos de financiación de la planta, con las remesas correspondientes a utilidades según la rentabilidad esperada, con las regalías y con los préstamos de origen externo o el reintegro de los capitales invertidos, cuyos plazos de pago deben guardar relación con los plazos de amortización técnica;
- e) Que cuente con recursos de capital circulante proporcionados a la inversión;

- f) Que asegure directa o indirectamente fuentes estables de trabajo en razón de contar con mercados asegurados;
- g) Que la producción se realice a niveles de costos razonables en relación a precios internacionales y contribuya a un mayor grado de competencia interna;
- h) Que los niveles de defensa aduanera necesarios para el desenvolvimiento de esa actividad sean comparables con los de países industriales.

Artículo 2°.- La prioridad de equipamiento será acordada por decreto del Poder Ejecutivo conforme a lo previsto en los artículos siguientes y autorizará a la beneficiaria a la introducción libre de todo recargo cambiario, impuesto o derecho aduanero de las maquinarias y equipos destinados a la implantación industrial que no se fabrique en el país o que cuando se fabrique el interesado pueda demostrar fehacientemente que no satisfacen las exigencias tecnológicas que el proyecto exige.

La autorización se extenderá a los repuestos y accesorios necesarios para garantizar la puesta en marcha y el funcionamiento durante el período de prueba del equipo hasta un máximo en valor del 5 o/o de las máquinas o equipos importados. Esta franquicia tendrá validez para los repuestos y accesorios que se embarquen hasta los 90 días posteriores a la fecha de puesta en marcha de la planta, los que estarán sujetos a comprobación de destino.

Artículo 3°.- Los decretos del Poder Ejecutivo aprobando el acogimiento de proyectos industriales a regímenes de promoción para sectores industriales que no contengan limitaciones de tipo zonal o reconociendo a empresas nacionales el derecho a que se refiere el artículo 6° de la Ley N° 14.780 servirán igualmente como declaración de prioridad de equipamiento y surtirán los efectos previstos en el artículo anterior.

II.- DEL TRAMITE

Artículo 4°.- Los interesados en acogerse a los beneficios de este decreto debe -

rán presentar ante la Secretaría de Estado de Industria y Minería la documentación necesaria para que se puedan calificar los proyectos en base a los siguientes factores:

- 1.- Estudio técnico-económico del proyecto sobre el futuro de la empresa, teniendo en cuenta especialmente:
 - a) La evaluación de la calidad del proyecto;
 - b) La evaluación de la capacidad organizativa y directiva del proponente;
 - c) La evaluación de la capacidad financiera del proponente;
 - d) La evaluación comparativa de la relación producto-capital y otras relaciones o índices de productividad;
 - e) Los efectos de la iniciativa sobre la balanza comercial y de pagos;
 - f) La evaluación de la protección cambiaria y aduanera solicitada.
- 2.- Los aspectos financieros del proyecto incluyendo aportes de capital con el detalle de sus titulares; préstamos de origen externo con especificación de fuentes, plazos de amortización y tipo de interés; pagos en concepto de regalías y/o asistencia técnica; rentabilidad esperada y plazos de reintegro de los capitales invertidos en los casos en que se lo hubiere convenido.
- 3.- El volumen y la diversificación de la producción final y los análisis y proyecciones del mercado correspondiente.
- 4.- Los procesos de fabricación elegidos y su adecuación a las materias primas a utilizar y el grado de evolución tecnológica de la respectiva industria.
- 5.- Los determinantes del costo de elaboración, especialmente:
 - a) Calidad y precio de las materias primas, de los combustibles y de la energía en todas sus formas;
 - b) Eficiencia en la utilización de la mano de obra;
 - c) Costo de los transportes;
 - d) Economía de combustibles obtenida por mejor rendimiento de las instalaciones y por utilización de sobrante;

- e) Utilización de subproductos obtenidos.
- 6.- La calidad e importancia de las obras e instalaciones a erigir.
- 7.- Los montos aproximados correspondientes a los equipos industriales a introducir del exterior y a los que se adquirirán en el país.
- 8.- Plazos de instalación y de puesta en marcha.
- 9.- Los factores considerados para decidir la localización de la empresa.

Artículo 5º.- La Secretaría de Estado de Industria y Minería, una vez verificada en principio la viabilidad de la iniciativa girará los antecedentes necesarios a la Comisión Asesora de Importaciones del Ministerio de Economía para que la misma dictamine si es aconsejable una nueva implantación en el sector de que se trate, teniendo en cuenta el grado de desarrollo de la industria nacional, la incidencia en las balanzas comerciales y de pagos en función de la inversión, de la sustitución de importaciones o de exportaciones potenciales. Este trámite asegurará además la debida publicidad de estas iniciativas en el sector privado en la forma que la Comisión establezca.

Artículo 6º.- La Comisión Asesora de Importaciones deberá emitir su dictamen dentro de un plazo de 30 días contados desde la fecha en que el proyecto de implantación fuera girado a su consideración, vencidos los cuales continuará el trámite fijado.

Artículo 7º.- Con el dictamen de la Comisión asesora de Importaciones o vencido el plazo a que se refiere el artículo anterior, la Secretaría de Estado de Industria y Minería realizará el análisis económico industrial del proyecto por intermedio de sus estructuras las que en el cumplimiento de esta responsabilidad podrán requerir directamente de otros Ministerios, Secretarías u Organismos del Estado y entidades empresarias, los informes y asesoramientos que estimen pertinentes.

Artículo 8º.- La Secretaría de Estado de Industria y Minería elevará las conclusiones del estudio a que se refiere el artículo anterior al Ministerio de Economía dentro de un plazo que no excederá de los 90 días a contar de la fecha de presentación. El decreto que declaró la prioridad de equipamiento será refrendado por el señor Ministro de Economía y firmado por el señor Secretario de Estado de Industria y Minería.

Artículo 9º.- El rechazo de las solicitudes de prioridad de equipamiento será resuelto directamente y por resolución conjunta del Ministerio de Economía y de la Secretaría de Estado de Industria y Minería.

III - RADICACIONES DE CAPITALS

EXTRANJEROS

Artículo 10° - Las propuestas de inversión de capitales extranjeros que se formulen al amparo de la Ley N° 14.780 estarán sujetas a los requisitos y trámites establecidos en los artículos anteriores. En ese caso el decreto del Poder Ejecutivo que acuerde la prioridad de equipamiento incluirá el reconocimiento del origen extranjero del capital, clasificado en bienes físicos, transferencias de divisas y otras formas de inversión previo cumplimiento de los recaudos que la mencionada ley establece.

Artículo 11°.- En el caso previsto en el artículo anterior la firma inversora recibirá como contrapartida de su inversión acciones o cuotas de capital de la sociedad receptora, a un valor no inferior al nominal, las que no podrán ser transferidas hasta tres años después de la puesta en marcha, en condiciones normales, de la planta y/o ampliación objeto de la inversión. La conversión del aporte en moneda extranjera se hará al tipo de cambio de mercado libre vigente a las siguientes fechas:

- a) Las del despacho a plaza, en el caso de bienes físicos;
- b) La de la respectiva transferencia bancaria, en el caso de remesas de divisas;
- c) La del primer despacho de bienes físicos en el caso de valores inmateriales.

Artículo 12°.- Exceptúase de la intransferibilidad prevista en el artículo anterior el desplazamiento de las acciones o cuotas de capital entre empresas del mismo grupo, siempre que como resultado de la operación no se obtuvieren fondos en el país que pudieren ser transferidos al exterior y previa autorización en cada caso de la Secretaría de Estado de Industria y Minería.

Artículo 13°.- Los valores de los bienes físicos a incorporar como inversión de capital extranjero deberán ajustarse a los corrientes de venta en los mercados de exportación, circunstancia que deberá ser probada por la firma inversora a satisfacción de la Consejería Económica de la Embajada Argentina en el país de origen de los mismos, con anterioridad al embarque.

Artículo 14°.- Los inversores podrán transferir por el mercado libre de cambios las utilidades realizadas y líquidas provenientes de la inversión. El reintegro del capital se hará en la forma y oportunidad previstas en el decreto de autorización.

IV. - DISPOSICIONES COMUNES

Artículo 15°.- Dictado el decreto a que se refiere el artículo 8°, la Secretaría de Estado de Industria y Minería aprobará el detalle de los bienes a introducir del exterior en las condiciones establecidas en el artículo 2°. Para el mejor cumplimiento de esta responsabilidad, la mencionada Secretaría podrá requerir el asesoramiento de la actividad privada y/o constituir comisiones de consulta con representantes de las entidades gremiales empresarias correspondientes. La aprobación del detalle incluirá también la fijación de los plazos para el despacho a plaza, para la instalación de los bienes y para la puesta en marcha de la planta y/o ampliación de que se trate.

Artículo 16°.- La Dirección Nacional de Aduanas autorizará el despacho a plaza de los bienes que se autoricen conforme a lo previsto en el artículo anterior sobre la base del detalle analítico que extenderá la Secretaría de Estado de Industria y Minería y la constancia del cumplimiento del requisito a que se refiere el artículo 13 en el caso de las inversiones de capitales extranjeros.

Artículo 17°.- La Secretaría de Estado de Industria y Minería queda facultada para autorizar los reemplazos que pudieran originarse en razón de la clasificación aduanera que se asigne a la maquinaria y equipos aprobados en el momento de su introducción al país, pero siempre ajustándose a las disposiciones de este decreto.

Artículo 18°.- La Secretaría de Estado de Industria y Minería controlará el cumplimiento de la instalación y puesta en marcha de la planta industrial correspondiente al proyecto aprobado.

Artículo 19°.- Trimestralmente, las firmas beneficiarias deberán informar a la Secretaría de Estado de Industria y Minería acerca de la marcha de la instalación industrial y específicamente sobre:

- a) Monto de los contratos efectuados en plaza, monto de lo ya recibido y monto de los pagos ya efectuados:
- b) Monto de los contratos efectuados en el exterior, monto de lo ya despachado a plaza y monto de los pagos realizados por este concepto;

- c) Monto de las transferencias de divisas recibidas, cuando correspondiere;
- d) Monto de los pagos correspondientes a obras civiles realizadas.

La información precedente deberá referirse al período trimestral y al total acumulado a esa fecha, hasta completar la instalación industrial.

Artículo 20°.- El embarque de las maquinarias correspondientes al proyecto, la apertura de créditos documentarios u otros actos confirmatorios o ratificatorios de la adquisición de equipos en el exterior con anterioridad al dictado del decreto que declare la prioridad de equipamiento o la Resolución conjunta en su caso tendrá el carácter de renuncia a los beneficios previstos en el presente decreto.

Artículo 21°.- La Dirección Nacional de Aduanas no dará curso a ningún pedido o solicitud de despacho a plaza de los bienes amparados por el presente régimen si verificara que la fecha de embarque de los mismos es anterior a la del decreto o resolución que declare la prioridad de equipamiento.

V. - INTRANSFERIBILIDAD DE LOS BIENES IMPORTADOS

Artículo 22°. - Los bienes introducidos con franquicia del exterior no podrán ser transferidos hasta cinco años después de la puesta en marcha de la instalación industrial, salvo autorización expresa de la Secretaría de Estado de Industria y Minería.

Artículo 23°.- Lo dispuesto en el artículo precedente no regirá para los bienes introducidos como inversión de capitales extranjeros, para cuya transferencia será necesario en cualquier tiempo la autorización de la Secretaría de Estado de Industria y Minería.

VI. - DISPOSICIONES ESPECIALES

Artículo 24°.- Previo dictamen de la Comisión Asesora de Importaciones, el Ministerio de Economía y las Secretarías de Estado de Industria y Minería, de Comercio y de Agricultura y Ganadería, por Resolución conjunta, podrán determinar prioridad

de equipamiento para proyectos de la mediana y pequeña industria correspondientes a actividades que promuevan una mayor industrialización de la producción primaria.

En ese caso, los proyectos que se formulen deberán ajustarse a lo dispuesto en los incisos 1) apartados b, c y c, 2), 7) 8) y 9) del artículo 4° de este decreto. La Resolución conjunta, que declare la prioridad de equipamiento tendrá los mismos efectos previstos en el artículo 2°. Dictada la Resolución, será de aplicación lo dispuesto en el Capítulo IV precedente.

VII.- DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Artículo 25°.- Las disposiciones del presente decreto se aplicarán a todas las presentaciones que se efectúen a partir de la fecha de su publicación en el Boletín Oficial

Artículo 26°.- Deróganse todas las disposiciones que se opongan a lo establecido en presente decreto.

Artículo 27°.- El presente decreto será refrendado por el señor Ministro Secretario en el Departamento de Economía y firmado por los señores Secretarios de Estado de Industria y Minería, de Hacienda y de Agricultura y Ganadería.

REGIMEN DE PROMOCION

DECRETO N° 3113.

Buenos Aires, 30 de abril de 1964.

VISTO Y CONSIDERANDO:

Que conforme con los estudios realizados resulta conveniente instaurar un nuevo régimen de promoción, racional y equitativo, que reuna en un solo ordenamiento todas las disposiciones referentes a los beneficios y franquicias que en la actual coyuntura económica es posible otorgar para favorecer un genuino desarrollo industrial, y que establezca, además, un orden de prelación entre las actividades y zonas del país que se considera necesario promover, de manera de canalizar las inversiones conforme al mismo.

Que al instituirse un nuevo régimen orgánico en esta materia, corresponde prever la intervención del Consejo Nacional de Desarrollo para coordinar la promoción de determinadas zonas o industrias con las prioridades que se fijan en el Plan de Desarrollo.

Que la intervención de dicho organismo permitirá, simultáneamente, evaluar las circunstancias que pueden hacer aconsejable extender a otras zonas, los beneficios promocionales que se establecen en este decreto.

Que es conveniente, asimismo, prever el asesoramiento del Banco Central de la República Argentina con respecto a las actividades a promover, tanto en los aspectos financieros de los proyectos como en lo referente a su influencia sobre la balanza de pagos.

Que, por otra parte, en vista de la gran concentración industrial que se ha ido operando en la zona del "Gran Buenos Aires", es aconsejable, para estimular una conveniente descentralización de las actividades económicas, excluir de los beneficios del régimen de promoción a la mencionada zona, con las salvedades que expresamente se determinan.

Que el agrupamiento de las normas de promoción en un ordenamiento único, tiende

además a asegurar la aplicación de criterios uniformes en el otorgamiento de beneficios, evitando que situaciones similares se contemplan o juzgan de manera desigual.

Que a tal efecto deberá establecerse un sistema orgánico de exenciones, que repose en principios de equidad y justicia tributaria, esto es, sin acordar privilegios excesivos que por su fuerte incidencia en las recaudaciones fiscales, deban ser solventados por mayores aportes de otros sectores de la actividad económica.

Que la preocupación fundamental del Poder Ejecutivo es, pues, la de implantar con las presentes normas un régimen de promoción industrial que, teniendo en cuenta la experiencia recogida en la materia, contribuya a lograr un auténtico y orgánico desarrollo económico.

Por ello y conforme a lo establecido por las leyes 12.987 (modificada por Ley 15.801), 14.780 y 14.781, se promulga el siguiente decreto:

I. BENEFICIARIOS

Requisitos a cumplir

Artículo 1º.- Las empresas o explotaciones que realicen actividades contempladas en el art. 2º o las mencionadas en el art. 5º que se instalen en las zonas delimitadas por el art. 4º podrán acogerse a los beneficios que se acuerdan en el presente decreto siempre que den cumplimiento a los siguientes requisitos:

- a) Que se trate de una nueva empresa o explotación o de la ampliación de una ya existente.
- b) Que se trate de unidades técnicamente eficientes y económicamente rentables.
- c) Que las empresas o explotaciones que se instalen o amplíen sean propiedad de personas físicas domiciliadas en el país y en el caso de que se trate de personas jurídicas, que las mismas tengan su domicilio y hayan sido constituidas en la República Argentina, conforme a sus leyes.

II. ACTIVIDADES PROMOVIDAS

Artículo 2º.- Son actividades promovidas en todo el territorio nacional - excluida la zona que se delimita en el art. 3º con los índices de beneficios que en cada caso se establecen, las siguientes:

A. Siderurgia, entendiéndose por tal:

1. Las unidades siderúrgicas semi-integradas que inicien el ciclo industrial partiendo de los minerales y lo terminen con la producción de arrabio o hierro esponja; o las que partiendo de arrabio, hierro esponja y/o chatarra, inician el ciclo industrial con la elaboración de aceros no comunes y/o especiales, en una proporción con los aceros comunes que a juicios de la autoridad de aplicación se considere adecuada a los fines del Plan Siderúrgico Argentino y lo terminen con la producción de aceros fundidos, laminados y/o forjados; con un índice del 75% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

2. Las unidades siderúrgicas integradas que inicien el ciclo industrial partiendo de los minerales y combustibles y lo terminen con la producción de aceros fundidos laminados y/o forjados, con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

B. Petroquímica, entendiéndose por tal:

1. Las plantas que, a partir del petróleo o gas natural, sus fracciones o destilados, produzcan primordialmente hidrocarburos, saturados y no saturados, nafténicos o aromáticos y/o azufre y/o hidrógeno; con un índice del 50% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

2. Las plantas que elaboren algunos de los siguientes productos: caucho sintético, negro de humo, fertilizantes, plaguicidas, herbicidas, plásticos y resinas al fenol; polietileno, cloruro de polivinilo, polipropileno, poliamidas, poliésteres, poliuretano y sus monómeros, y otros productos semejantes que se desarrollen en el futuro, siempre que se integren en una sola empresa o guarden relación armónica con las plantas básicas -definidas en el apartado anterior- instaladas en el país; con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º inc. a).

A los fines dispuestos precedentemente se entenderá que una planta guarda relación armónica con otra que la precede en el ciclo productivo, cuando las materias primas pueden ser provistas efectivamente en cantidad y calidad y, además, existan

contratos, operaciones comerciales concertadas en firme, u otros compromisos previos que aseguren el funcionamiento regular de la actividad promovida.

No se incluyen las plantas que tengan por objeto principal la elaboración de lubricantes y/o combustibles, ni las que desarrollen procesos textiles o de transformación de los productos citados precedentemente.

C. Celulósica, entendiéndose por tal:

1. Las plantas productoras de pastas celulósicas, de fibras cortas o largas; con un índice del 50% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

2. Las plantas que cumplan el ciclo de la producción que se indica en el apartado anterior y fabriquen papeles y cartones; con un índice del 75% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

3. Las plantas de pastas que fabriquen papel para diarios; con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

D. Industrias mineras en todas sus etapas, excluidos petróleo, gas y minerales de tercera categoría, con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

E. Forestación y reforestación entendiéndose por tales, las plantaciones realizadas de acuerdo con planes orgánicos aprobados por la Secretaría de Agricultura y Ganadería y que atengan por finalidad la implantación de montes artificiales para el aprovechamiento racional de la madera y otros productos forestales necesarios para el desenvolvimiento de la industria nacional; con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

F. Pesca y caza marítima y en aguas interiores, entendiéndose por tales, las empresas que partiendo de esta actividad la completen con la industrialización y/o distribución; con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a). Cuando solamente se cumpla una de las etapas, de extracción o de industrialización, el índice será del 75%.

G. Industria de la construcción, en los casos en que forma un conjunto funcional y completo para la construcción bajo un sistema de fabricación normalizado y masivo de viviendas económicas; con un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, inc. a).

Artículo 3°. - Esta excluida de los beneficios del presente régimen la zona del Gran Buenos Aires comprendida por la Capital Federal y los siguientes partidos de la provincia de Buenos Aires; Almirante Brown, Avellaneda, Berazategui, Esteban Echeverría, Florencio Varela, General San Martín, General Sarmiento, La Matanza, Lanús, Lomas de Zamora, Merlo, Moreno, Morón, Quilmes, San Fernando, San Isidro, Tigre, Tres de Febrero y Vicente López, en sus límites actuales.

La exclusión que establece este artículo no regirá cuando se amplie o completamente una actividad ya instalada en la zona, siempre que, tanto desde el punto de vista técnico como por la relación de la nueva inversión con lo ya realizado, corresponda a una real ampliación o complementación. La autoridad de aplicación - verificará el cumplimiento de estos requisitos.

Tampoco regirá la exclusión establecida dentro de los partidos de Tigre, San Fernando y la zona del Delta, cuando se trate de las actividades contempladas en los puntos C y E del art. 2°.

III. ZONAS DE ESPECIAL PROMOCION

Artículo 4°.- Son zonas de especial promoción, las siguientes:

Zona A: La ubicada al sur del río Colorado y su afluente el río Barrancas y los departamentos de Puelén, Curaco, Lihueil-Calel y Caleu-Caleu de la provincia de la Pampa y el departamento de Malargüe de la provincia de Mendoza. Todos ellos dentro de sus límites actuales.

ZonaB: La que abarca las provincias de Catamarca, Jujuy, la Rioja, Salta, Santiago del Estero, Tucumán, Chaco y Formosa. Los departamentos de Sobremonte, Río Seco, Tulumba, Ischilín, Totoral, Cruz del Eje, Minas, Pocho, San Alberto y San Javier de la Provincia de Córdoba; los departamentos de Vera, 9 de Julio y General Obligado de la provincia de Santa Fe y los departamentos de Calingasta, Iglesias, Valle Fértil y Jáchal de la Provincia de San Juan. Todos ellos dentro de sus límites actuales.

Zona C: La que incluye la provincia de Corrientes, con excepción de los departamentos de Ituzaingó, Santo Tomé, Esquina, Saucó y Curuzú-Cuatía. Los departamentos

de El dorado, San Pedro, Montecarlo, Capital, Candelaria, Leandro N. Alem, San Javier y Oberá de la Provincia de Misiones. Todos ellos dentro de sus límites actuales.

En estas tres zonas se aplicará un índice del 100% de las franquicias del art. 7º, apartado 1, inc. a), tanto para las actividades indicadas en el art. 2º como para las zonales a que se refiere el art. 5º.

IV. ACTIVIDADES ZONALES

Artículo 5º.- Dentro de las zonas delimitadas en el artículo anterior, son promovidas las siguientes actividades:

- a) Todas aquellas que industrialicen productos naturales originarios de sus respectivas zonas y/o que contribuyan a incrementar exportaciones o sustituir importaciones.
- b) En particular, las que se indican a continuación:

1. Impregnación, aglomeración, secado artificial e industrialización de madera, fibra y bagazo.
2. Elaboración de fibras naturales, hasta completar como mínimo, el proceso de hilatura.
3. Curtiduría.
4. Industrialización y/o almacenamiento frigorífico de productos alimenticios.
5. Metalúrgicas.
6. Químicas.
7. Cerámicas o del vidrio.

V. FRANQUICIAS

Régimen opcional

Artículo 6º.- Las empresas o explotaciones comprendidas en el presente régimen de promoción podrán optar por acogerse a la totalidad de las franquicias que

taxativamente se enumeran en el art. 7º, o por usufructuarlas parcialmente renunciando en forma expresa a las que les acuerdan los incs. a) b) y c) del apartado 1 de dicho artículo, con el objeto de que sus inversionistas puedan beneficiarse con las ventajas impositivas que en este supuesto, se les conceden por el art. 8º de este decreto.

Beneficios en favor de la empresa o explotación

Artículo 7º.— Las empresas o explotaciones comprendidas en el presente régimen de promoción, gozarán de los beneficios que seguidamente se determinan, siempre que formulen sus solicitudes de acogimiento antes del 1º de enero de 1969. En el supuesto de que opten por el segundo término de la alternativa a que se refiere el artículo anterior, no regirá para ellas lo dispuesto en los incs. a) b) y c) del apartado 1 de este artículo.

Las solicitudes que se reciban durante los 3 primeros meses de vigencia de este decreto, serán consideradas en conjunto por la autoridad de aplicación, con la finalidad de seleccionar aquellas inversiones que resulten más convenientes a través de la ponderación de los distintos factores que se han tenido en cuenta al estructurar el presente régimen, sin perjuicio de la consideración de todas las solicitudes que se presenten con posterioridad al término mencionado.

1. Beneficios de carácter general:

a) Reducción, durante un máximo de diez ejercicios anuales, del monto a abonar en concepto de impuesto a los réditos, impuesto a los beneficios extraordinarios e impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes, en la medida que resulte por aplicación de los índices que se establecen en la siguiente escala y demás normas que a continuación de ella se establecen.

Ejercicios Fiscales	
Anuales	
(A contar de la	
puesta en marcha de	Porcentaje
la planta)	
1	100
2	100
3	100
4	100
5	85
6	70
7	55
8	40
9	25
10	10

Esta escala regirá íntegramente, sólo para aquellas solicitudes que se presenten antes del día 1° de enero de 1967.

Las que se presenten entre esta última fecha y antes del 1° de enero de 1968, tendrán el beneficio por nueve años, perdiendo un año del 100% de beneficios.

A su vez, las solicitudes que se presenten a partir de la última fecha mencionada en el párrafo anterior y hasta el 31 de diciembre de 1968, gozarán de la deducción de los impuestos señalados, por el término de ocho años, perdiendo dos años del 100% de beneficios.

Para las empresas de forestación y reforestación comprendidas en el presente régimen se entenderá por "ejercicio de la puesta en marcha" - a opción de los interesados- aquel dentro del cual se efectúen las inversiones o los inmediatos siguientes, hasta el sexto inclusivo, como máximo.

Para determinar el monto de la rebaja se seguirá el procedimiento que se indica a continuación:

1) Sociedades anónimas de economía mixta y en comandita por acciones (en la parte que corresponda al capital accionario).

El monto sobre el cual se calculara la rebaja se establecerá multiplicando directamente el impuesto determinado en la respectiva declaración jurada por el porcentaje que, conforme con la escala precedente, corresponda al ejercicio anual de liquidación del gravamen.

2) Empresas unipersonales y sociedades de personas (inclusive la parte que corresponde a los socios solidarios en las sociedades en comandita por acciones).

Determinarán el monto sobre el cual se calculará la rebaja siguiendo el procedimiento indicado en el apartado anterior salvo cuando por el carácter personal del gravamen (impuesto a los réditos y de emergencia 1962/64) su liquidación y pago se efectúe sobre el conjunto de los réditos. En este caso, dicho monto estará dado por el aumento de la obligación fiscal del año, que se produzca como consecuencia de la inclusión en la respectiva declaración jurada de la participación atribuible al dueño o socio en el beneficio neto impositivo de la empresa o explotación promovida, multiplicado por el por ciento que fija la escala precedente para el respectivo período de liquidación del gravamen.

El importe resultante por aplicación de cualesquiera de los procedimientos referidos en los apartados 1) y 2) precedentes, se considerará como un crédito a favor de los beneficiarios en la proporción que corresponda según la naturaleza de la actividad o zona promovida (100%, 75% o 50%), debiendo computarse en la respectiva declaración jurada como pago a cuenta del impuesto.

Los beneficios impositivos correspondientes a las empresas o explotaciones promovidas, podrán excluirse a opción de los contribuyentes de la compensación que establece el art. 18 de la ley 11.682, texto ordenado en 1960 (XX-A, 496) y sus modificaciones.

El computo como pago a cuenta que establece este inciso, se hará extensivo a aquellos impuestos, presentes o futuros, que bajo cualquier denominación complementen o sustituyan a los alcanzados en la actualidad por la franquicia.

Las empresas o explotaciones incluidas en el presente régimen que desarrollen sus actividades dentro de las zonas de especial promoción que expresamente contempla el art. 4º, computarán el 100% de la rebaja que se determine por aplicación del procedimiento establecido en los apartados 1) y 2), cualquiera fuere el índice de liberación que les corresponda en razón de la naturaleza de sus actividades.

En el caso de ampliación de la empresa o explotación, los beneficios impositivos que se establecen precedentemente serán acordados únicamente sobre la proporción que corresponda a esa expansión, conforme con las normas que al respecto dicte la Dirección General Impositiva.

- b) Las nuevas empresas o explotaciones podrán diferir el pago del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes -que corresponda a los ejercicios anuales que se cierran entre la fecha de aprobación por el Poder Ejecutivo de la propuesta y la de puesta en marcha de la actividad promovida- hasta el vencimiento del plazo general fijado para la presentación de la declaración jurada correspondiente al ejercicio fiscal en que la puesta en marcha tenga lugar, debiendo en tales casos abonarse lo adeudado, sin intereses, y en tantas cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir de aquel vencimiento, como períodos fiscales se hayan diferido.
- c) Exención hasta un máximo de 10 años del impuesto de sellos sobre los contratos de sociedad y sus prórrogas, incluyendo las ampliaciones de capital y la emisión de acciones siempre que dichos actos respondan a la finalidad económica que se tuvo en consideración para acordar la franquicia.
- d) Autorización de ingreso y permanencia en el país, en forma temporaria, del personal extranjero necesario para el desarrollo de los planes de la empresa o explotación que lo solicite, los que podrán hacerlo con sus familias.
- e) Prioridad del equipamiento conforme a las disposiciones del dec. 5339/63 (1963-B, 897) y a lo establecido en el presente régimen.
- f) Precios de fomento del gas, de la energía eléctrica y de los combustibles, teniendo en cuenta no sólo las cantidades consumidas, sino también la ubicación de las fuentes de energía respecto a las zonas de utilización; -

igualmente se considerarán tarifas de fomento correspondientes a los distintos sistemas de transporte.

Beneficios de carácter especial

a) Siderurgia:

1. Exención de derechos aduaneros y recargos de importación sobre las maquinarias, accesorios y repuestos, así como las materias primas, combustibles y materiales que se importen con destino a las plantas siderúrgicas, salvo lo que la industria nacional produzca en cantidad, calidad, plazos y precios razonables.

No están incluidos en la presente franquicia los recargos establecidos por el dec. 3762/58 (XVIII -A, 693).

2. A los efectos del pago de los impuestos a los réditos y a los beneficios extraordinarios podrán -de acuerdo con lo previsto en el art. 71 de la ley 11.682 (t.c. en 1960) y sus modificaciones -amortizar los dos tercios del valor de las inversiones en bienes del activo fijo en la primera mitad de su vida útil.

b) Petroquímica:

Precios de fomento del gas que utilice esta industria como materia prima, el cual será fijado por la comisión creada por dec. 1215/64 (B.O. 26/II).

c) Forestación y reforestación:

Los titulares de plantaciones forestales podrán constituir las mismas en "bien de familia", en base a lo establecido por la ley 14.394 (XIV -A, 237).

d) Pesca y caza marítima:

Obtención del combustible necesario para las embarcaciones dedicadas a las operaciones de captura, con las franquicias establecidas en el dec. 244/58 - (XVIII-A, 455) (sistema Bunker).

Beneficios en favor de los inversionistas

Artículo 3°.- Cuando las empresas o explotaciones opten por el segundo término de la alternativa a que se refiere el art. 6° -renuncia expresa a los beneficios que se fijan en los incs. a), b) y c), apartado 1 del art. 7° para que los inversionistas se beneficien con las ventajas impositivas que se establecen seguidamente-, éstas podrán deducir del rédito del año fiscal las sumas invertidas (aportaciones directas de capital o suscripción e integración de acciones), destinadas a la formación o ampliación de empresas que tengan por objeto alguna de las actividades promovidas, incluidas las zonales, en las proporciones que se determinan en el apartado 1 de este artículo y a condición de que se cumplan los requisitos que se establecen en los apartados 2 a 4 y demás disposiciones complementarias.

1. El monto deducible alcanzará al 70 por ciento, 50% y 30% de las sumas invertidas, cuando se trate de empresas o explotaciones a las que les hubiere correspondido un índice de liberación del 100%, 75% y 50%, respectivamente, de haberse optado por los beneficios que a las empresas aludidas acuerda el inc. a) del apartado 1 del art. 7°.

2. Las inversiones deberán efectuarse, a más tardar, hasta la fecha que en cada caso fije el Poder Ejecutivo para la puesta en marcha de la actividad. A este efecto no serán tenidas en cuenta las prórrogas que eventualmente pudieran acordarse al primitivo plazo.

3. Cuando se trate de suscripción de acciones su integración deberá realizarse dentro del año de la fecha de la suscripción.

4. Las respectivas inversiones deberán mantenerse en el patrimonio de sus titulares durante un lapso no inferior a 2 años.

La deducción que autoriza el presente artículo deberá efectuarse en el ejercicio fiscal en que efectivamente se realiza la inversión y tratándose de suscripción de acciones en el ejercicio fiscal en que éstas se integren.

La Dirección General Impositiva ~~dictará~~ las normas complementarias necesarias para la aplicación de la franquicia que se establece en este artículo, especialmente en cuanto a la forma en que se considerarán efectivamente realizadas las inversiones y requisitos para los aportes o depósitos de las acciones, durante el lapso indicado en el apartado 4°.

CESE DE LOS BENEFICIOS

Artículo 9°.- Las franquicias determinadas precedentemente se acordarán mientras exista necesidad de expandir la producción de las actividades y/o en las zonas enumeradas en este decreto. Cuando a juicio de la autoridad de aplicación no se justifique continuar promoviendo una actividad o una zona, podrá excluirla del presente régimen, previo informe del Consejo Nacional de Desarrollo, por resolución conjunta de los ministros y secretarios de Estado que deben refrendar y firmar las autorizaciones del acogimiento.

VI. INFORMACION NECESARIA

Artículo 10°.- Las solicitudes de acogimiento a este régimen deberán contener la siguiente información:

- A) Individualización de la persona solicitante, física o jurídica y de su domicilio. La solicitud deberá acompañarse con copia debidamente firmada de los estatutos o el contrato social, según corresponda. Si se tratara de una ampliación deberá, además incluir los tres últimos balances.
- b) Descripción de la actividad indicando las materias primas, su origen y su costo de acopio; la tecnología a usar y su adecuación a la materia prima a utilizar; el origen de la maquinaria y equipo; los productos y subproductos principales a obtener, y el sistema de distribución; potencia eléctrica estimada y cantidades necesarias de combustibles; carbón, gas, derivados del petróleo, leña, etcétera.
- c) Plan de producción de los primeros cinco ejercicios anuales posteriores a la puesta en marcha de la empresa que indique los volúmenes estimados de los principales artículos y supproductos y calidad de los mismos.
- d) Estudio de mercado, con indicación de fuentes y métodos de estimación.

e) Aspectos financieros del proyecto con inclusión de los aportes de capital y el detalle de los titulares, préstamos de origen externo con especificación de fuentes, plazos de amortización y tipos de interés.

f) Rentabilidad esperada, con estimación de costos y plazo de reintegro de capitales invertidos, en caso de que así se hubiera convenido. Cuando se trate de radicación de capitales extranjeros, certificación del monto necesario para garantizar el giro financiero durante los dos primeros años a partir de la puesta en marcha de la planta sin recurrir al crédito bancario interno.

g) Manifestación expresa con respecto al régimen de franquicias por que se opta, conforme a lo dispuesto en el art. 6° de este decreto.

h) Las solicitudes deberán contener, además, toda otra información que la autoridad de aplicación determine en la reglamentación pertinente.

Cuando las solicitudes no contengan las informaciones exigidas en el presente régimen serán archivadas al vencimiento del término que se fije para su presentación, salvo aquellas actividades que por su naturaleza específica, no puedan inicialmente dar cumplimiento a la totalidad de los recaudos determinados en este artículo.

VII. MECANISMO DE APLICACION

Artículo 11°.— La autoridad de aplicación será la Secretaria de Industria y Minería, excepto para siderurgia y forestación y reforestación, para las cuales lo serán la Dirección General de Fabricaciones Militares y la Secretaría de Agricultura y Ganadería, respectivamente.

La autoridad de aplicación requerirá opinión sobre las solicitudes presentadas al Consejo Nacional de Desarrollo sobre su adecuación a las prioridades que se fijan en el Plan de Desarrollo; al Banco Central de la República Argentina acerca de los aspectos referidos en los incs. e) del art. 10 y d) del art. 12); a la Secretaría de Estado de Agricultura y Ganadería en el caso del punto F. del art. 2°; a la Secretaria de Energía y Combustibles sobre los aspectos que le conciernen de los

inc. b) de los arts. 10 y 12, y a la Secretaría de Estado de Industria y Minería cuando se trate de los puntos A y E del art. 2º de este decreto. En estos últimos casos (puntos A y E del art. 2º), la autoridad de aplicación solicitará opinión a la Secretaría de Estado de Industria y Minería, la que determinará si la industria nacional está en condiciones de proveer en cantidad, calidad, plazos y precios razonables, las materias primas, maquinarias, accesorios, repuestos y materiales requeridos por la industria siderúrgica y forestación y reforestación, según corresponda.

Además, la autoridad de aplicación podrá pedir asesoramiento a organismos nacionales, provinciales y/o municipales, así como a entidades privadas.

Artículo 12º.- La autoridad de aplicación analizará la información presentada y la producida por los organismos consultados, teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

a) Procesos de fabricación elegidos, su adecuación a las materias primas a utilizar y el grado de evolución tecnológica de la respectiva industria.

b) Disponibilidad de materias primas, energía, combustibles y de mano de obra.

c) Localización elegida, las facilidades y el costo de transporte para el abastecimiento de materias primas y la distribución de los productos terminados.

d) Influencia sobre el balance de pagos, por sustitución de importaciones, aumento de exportaciones, servicio de créditos al exterior, derechos por uso de patentes y marcas, asistencia, etcétera.

e) Estimación del costo unitario de producción, productividad y calidad de los productos elaborados.

Si del análisis realizado resultara que corresponde acordar las franquicias establecidas, la autoridad de aplicación por conducto del ministerio respectivo elevará el correspondiente proyecto de decreto a consideración del Poder Ejecutivo, el que en todos los casos será refrendado por el Señor Ministro de Economía y firmado por los señores secretarios de Estado de Hacienda y de Industria y Minería. En los casos comprendidos en el punto A del art. 2º, será refrendado, además, por el señor Ministro de Defensa Nacional y firmado por el señor Secretario de Estado de Guerra.

En los casos encuadrados en los puntos E y F del art. 2º, el decreto será firmado, en cambio, por el señor Secretario de Estado de Agricultura y Ganadería.

Si del análisis resultara que el proyecto merece opinión desfavorable, se dictará la pertinente resolución denegatoria en forma conjunta por los ministerios y las secretarías de Estado que hubieran debido refrendar y firmar el respectivo decreto en caso de decisión favorable.

VIII. ARANCELES

Artículo 13º.- Las empresas o explotaciones que soliciten acogerse a los beneficios establecidos en el presente régimen, deberán abonar un arancel de hasta el 1%, que se graduará en relación con el monto de la inversión destinado a solventar los gastos que originen el estudio y análisis de los respectivos proyectos, así como su posterior verificación y control en caso de concederse los beneficios que instituye el presente decreto.

Las autoridades de aplicación propondrán los aranceles respectivos, los que serán aprobados por resolución conjunta de los ministerios de Economía y de Defensa Nacional y de las secretarías de Hacienda, de Industria y Minería, de Agricultura y Ganadería y de Guerra.

IX. OBLIGACIONES DE LOS BENEFICIARIOS

Régimen de Supervisión - Sanciones

Artículo 14º.- Las empresas o explotaciones a las que se hubieran acordado algunos de los beneficios del presente decreto, están obligadas a cumplir los planes que sirvieron de base para la concesión de las franquicias, a cuyo efecto la autoridad de aplicación establecerá los controles correspondientes.

Los plazos determinados en el decreto autoritativo sólo podrán ser prorrogados a petición de parte, por resolución de la autoridad de aplicación, cuando medien circunstancias debidamente justificadas y por un término no mayor de la mitad del fijado en el decreto respectivo.

En caso de incumplimiento total o parcial de la obligación enunciada, salvo caso fortuito o de fuerza mayor considerado conforme a los principios de la legislación de fondo, las empresas o explotaciones estarán sujetas desde el momento en que se compruebe el incumplimiento, sin necesidad de constitución en mora de ninguna na-

turaleza y con la sola notificación a las siguientes medidas:

- a) Pérdida de los beneficios que se les hubiere acordado en acuerdo con lo previsto en este decreto.
- b) Ingreso de todos los importes con que hubieren resultado beneficiadas, por aplicación de las franquicias previstas, incrementados desde el momento en que deberían haberse ingresado, por el interés que resulte de aplicar la tasa vigente en el Banco de la Nación Argentina para los descuentos en general, en la fecha de realizarse el ingreso.

Las medidas enunciadas se aplicarán sin perjuicio de las que resulten procedentes, de acuerdo con las leyes y reglamentaciones impositivas en vigor y de las acciones penales del caso.

En el caso de que los inversionistas, comprendidos en los beneficios del art. 8° de este decreto transfieran sus cuotas partes de capital a acciones, antes del vencimiento del plazo de dos años que establece el apartado 4 de dicho artículo, deberán ingresar todos los importes con que hubieren resultado beneficiados por aplicación de la franquicia prevista, incrementados, desde el momento en que deberían haberse ingresado, por el interés que resulte de aplicar la tasa vigente en el Banco de la Nación Argentina para los descuentos en general, en la fecha de realizarse el ingreso.

X. DISPOSICIONES GENERALES

Artículo 15°.- Las solicitudes actualmente en trámite serán consideradas de acuerdo con las normas vigentes a la fecha de su presentación y con sus disposiciones modificatorias y complementarias, a menos que los interesados opten expresamente por acogerse al presente régimen, dentro de los 90 días de la publicación del presente decreto en el Boletín Oficial.

Artículo 16°.- Facúltase a la autoridad de aplicación, en cuanto se refiere a los aspectos técnicos y de trámite vinculados a las actividades y zonas promovidas, y a la Dirección General Impositiva y a la Dirección Nacional de Aduanas, en los

aspectos impositivos y aduaneros de sus respectivas competencias, para que dicten las normas aclaratorias y complementarias que fueran necesarias para aplicar el régimen de promoción que se establece por el presente decreto. Los organismos citados en último término organizarán asimismo, en las materias de su competencia, los registros estadísticos indispensables para conocer individualmente por empresas promovidas, por grupos de ellas clasificadas según la actividad, o por zonas de promoción, el monto actualizado de las desgravaciones impositivas o aduaneras que resulten por aplicación de este régimen.

Artículo 17°. - El Ministerio del Interior invitará a los gobiernos provinciales a conceder exenciones de impuestos locales que graven a las actividades industriales a que se refiere este decreto, por períodos no inferiores a los acordados por el Poder Ejecutivo Nacional.

Artículo 18°. - Dése cuenta oportunamente al honorable Congreso de la Nación.

Artículo 19°. - El presente decreto será refrendado por los señores ministros secretarios en los departamentos de Economía, de Interior y de Defensa Nacional y firmado por los señores secretarios de Estado de Hacienda, de Agricultura y Ganadería, de Industria y Minería, de Guerra y de Energía y Combustibles.

CIRCULAR R.C. N° 196

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Buenos Aires, 20 de noviembre de 1964.

A LAS INSTITUCIONES Y CORREDORES AUTORIZADOS PARA OPERAR EN CAMBIOS

Ref.: Régimen financiero de pagos para
 las importaciones de bienes de
Capital.-

Tenemos el agrado de dirigirnos a Vds. y por vuestro intermedio a la industria y al comercio importador y demás sectores interesados, con referencia a lo dispuesto en el artículo 8° del Decreto N° 3011/64 y Decreto número 7709/64 (Circular R.C. - N° 191).-

Al respecto, llevamos a su conocimiento que este Banco ha dispuesto que el pago de las importaciones de bienes de capital deberá ajustarse a las siguientes condiciones:

1.- Régimen financiero de carácter general.

Los pagos al exterior deberán ser efectuados, como mínimo, de acuerdo con las estipulaciones que se establecen a continuación:

- | | | | | |
|----|-----------------------|------------|-----------|--|
| a) | | Hasta Dls. | 5.000,- | Al contado |
| b) | Más de Dls. 5.000,- | hasta Dls. | 20.000,- | En 4 semestres a partir de 6 meses del embarque. |
| c) | Más de Dls. 20.000,- | hasta Dls. | 50.000,- | En 6 semestres a partir de 12 meses del embarque. |
| d) | Más de Dls. 50.000,- | hasta Dls. | 100.000,- | En 8 semestres a partir de 12 meses del embarque. |
| e) | Más de Dls. 100.000,- | hasta Dls. | 200.000,- | En 10 semestres a partir de 12 meses del embarque. |
| f) | Más de Dls. 200.000,- | hasta Dls. | 500.000,- | En 12 semestres a partir de 24 meses del embarque. |

- g) Más de Dls. 500.000,- hasta Dls. 1.000.000,- En 14 semestres a partir de 24 meses del embarque.
- h) Más de Dls. 1.000.000,- Convencional, no pudiendo ser inferior a las condiciones precedentes.

Los montos indicados precedentemente deben considerarse como valores F.O.B. y aplicables por sus respectivos equivalentes a otras divisas, entendiéndose que para cada condición de pago las cuotas son iguales. Los importes correspondientes a los fletes y eventualmente, el seguro, podrán abonarse al contado.

Los límites sobre los valores antes mencionados se refieren a los montos que podrán ser afectados por cada firma dentro del año contado a partir de la fecha de autorizada la primera operación, a cuyo efecto se acumularán todas las adquisiciones que se autoricen en dicho período.

Cuando la firma importadora no fuera la destinataria final del bien a introducir las disposiciones del párrafo precedente serán de aplicación a la firma usuaria siempre que ésta sea la beneficiaria de la financiación externa.

Podrán admitirse excepciones cuando un mismo solicitante requiera en forma conjunta la importación de bienes de capital de diferentes países de origen, cuyo monto total encuadre en un régimen financiero más extenso del que pudiera corresponder a una o algunas de las individualidades que integran la importación.

Las firmas interesadas en realizar estas importaciones y siempre que las mismas no estuvieren comprendidas en los regímenes especiales a que se hace referencia en los Capítulos 2 y 3 de la presente circular, una vez concertada la adquisición en el exterior deberán presentár a este Banco la fórmula N° 1558 debidamente integrada.

2.- Régimen financiero de bienes de capital, cuya importación se realice de acuerdo con las disposiciones de las Leyes Nos. 14.780 y 14.781 y sus Decretos reglamentarios Nos. 5.339/63 y 3.113/64.

A efectos de cumplimentar el aspecto financiero de las propuestas que se tramitan ante los organismos de aplicación de las disposiciones de la referencia, los interesados deberán ajustarse, como mínimo, a las estipulaciones que se establecen a continuación:

- a) Hasta Dls. 5.000.- Al contado
- b) Más de Dls. 5.000,- hasta Dls. 20.000,- En 4 semestres a partir de 6 meses del embarque.
- c) Más de Dls. 20.000,- hasta Dls. 50.000,- En 5 semestres a partir de 12 meses del embarque.
- d) Más de Dls. 50.000,- hasta Dls. 100.000,- En 6 semestres a partir de 12 meses del embarque.
- e) Más de Dls. 100.000,- hasta Dls. 200.000,- En 8 semestres a partir de 12 meses del embarque.
- f) Más de Dls. 200.000,- hasta Dls. 500.000,- En 10 semestres a partir de 24 meses del embarque.
- g) Más de Dls. 500.000,- hasta Dls. 1.000.000,- En 12 semestres a partir de 24 meses del embarque.
- h) Más de Dls. 1.000.000,- Convencional, no pudiendo ser inferior a las condiciones precedentes.

Los montos indicados precedentemente deben considerarse como valores F.O.B. y aplicables por sus respectivos equivalentes a otras divisas, entendiéndose que para cada condición de pago las cuotas son iguales. Se admitirá el pago al contado de hasta el 10% del valor F.O.B. así como el importe de los fletes y del seguro si correspondiera.

Los límites establecidos se aplicarán para cada decreto que autorice la importación libre de recargos y/o derechos aduaneros, pudiendo considerarse excepciones cuando aquélla posibilite el ingreso de bienes provenientes de diferentes países proveedores.

Quedan igualmente comprendidos en las disposiciones del presente capítulo, los bienes de capital cuya introducción al país se realice al amparo de las franquicias establecidas por el Decreto N° 13.277/59 (Líneas de Producción).

Una vez que la firma interesada hubiera obtenido el respectivo Decreto del Poder Ejecutivo concediendo las excepciones previstas en a las disposiciones citadas en el presente capítulo, deberán remitir a este Banco copia fotostática del mismo, juntamente con el formulario N° 1558 debidamente integrado.

3. Otros regímenes especiales.

El pago de las importaciones de bienes de capital que se efectúen con las - franquicias que otorgan otros regímenes especiales de exención de recargos y/o derecho aduaneros, quedará sujeto a las condiciones establecidas en el régimen financiero de carácter general a que se refiere el Capítulo 1.

Una vez que la firma interesada hubiera obtenido la respectiva autorización concediendo la exención de recargos y/o derechos aduaneros, otorgada por los distintos organismos de aplicación, deberá remitir a este Banco copia fotostática de la misma, juntamente con el formulario N° 1558 debidamente integrado.

4. Procedimiento para el pago al exterior.

A los efectos de verificar la correcta aplicación de las condiciones de financiación establecidas, los importadores deberán presentar a este Banco, en la oportunidad a que se hizo referencia en los capítulos precedentes, la fórmula N° 1558 integrada en cuadruplicado.

En oportunidad de efectuarse el despacho a plaza, las Aduanas y/o Receptorías dejarán constancia en la citada fórmula de la intervención que los compete, consignando asimismo en fórmula 1562 ("Cancelación de pagos por importaciones de bienes de capital") el número del formulario 1558 registrado por este Banco y, en los casos en que así corresponda, los datos referentes al régimen especial de exención de recargos y/o derechos aduaneros.

La apertura de cartas de créditos así como cualquier otra forma de pago al exterior, que cubran las importaciones que se realicen de conformidad son lo establecido en la presente circular, sólo podrán ser cursadas por las Instituciones

intervinientes una vez autorizada por este Banco la citada fórmula 1558. Esta última habilitará para la transferencia de los pagos que, de acuerdo con lo que establezca la misma, corresponda efectuar al contado, debiendo la Institución interviniente denunciar a este Banco mediante fórmula N° 2856 la correspondiente venta de cambio, la que deberá ser remitida anexa al formulario 3534. En cuanto a los importes a financiarse a plazos, se cursarán en las fechas y condiciones que este Banco consigne en la fórmula N° 1562, una vez introducidas al país las mercaderías.

Los plazos de pago que allí se consignen serán los establecidos previamente en cada caso y los importadores deberán presentar dicha fórmula 1562 ante las Instituciones Autorizadas cada vez que se produzca el vencimiento de cada cuota, la que podrá hacerse efectiva con una anticipación de hasta cinco días de la fecha en que se opere la respectiva obligación.

En amos casos, la Institución interviniente dejará constancia de las remesas cursadas y, en la declaración jurada en fórmula 4002 A, del número de la correspondiente fórmula 1558, ajustándose estrictamente a los plazos y montos consignados en la respectiva fórmula 1562.

5. Excepciones.

Quedan exceptuadas de las disposiciones de la presente circular las importaciones de bienes de capital que se indican a continuación:

- a) Animales de "pedigree" para la reproducción;
- b) Bienes de capital comprendidos en la Lista Nacional Argentina para Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay y en las Listas Especiales para Ecuador y Paraguay (Asociación Latinoamericana de Libre Comercio);
- c) Operaciones que cuenten a la fecha con crédito otorgado por Organismos Internacionales a los cuales está adherido nuestro país. A los fines estadísticos, y en tanto los bienes financiados a plazos no se hubieran introducido totalmente, deberán cumplirse las restantes disposiciones de carácter general contenidas en la presente Circular.

6. Otras disposiciones.

- a) Los bienes de capital amparados por decretos o certificaciones que los eximan

del pago de recargos y/o derechos aduaneros emitidos hasta el 8 de octubre último-que no hubieran sido totalmente introducidos- deberán someterse en consulta a este Banco a objeto de establecer el régimen financiero que resulte de aplicación.

- b) Hasta tanto se dé a conocer la nómina de los elementos que corresponda incluir en el concepto "bienes de capital", debe entenderse por tales a máquinas, equipos, motores, elementos para el transporte, comunicaciones, provisión y distribución de energía eléctrica y, en general, todo bien de activo fijo utilizado para la producción de bienes y presentación de servicios. En los casos de duda, los interesados podrán formular la correspondiente consulta a este Banco.
- c) En los casos correspondientes a regímenes especiales para la importación de bienes de capital, como así en los referentes a créditos otorgados por organismos internacionales, que se mencionan en los capítulos 2, 3 y 5 (apartado c), los interesados deberán acompañar copia fotostática de la documentación que acredite encontrarse en las condiciones invocadas.
- d) Sin perjuicio del cumplimiento de las disposiciones del Decreto N° 5.007/61, los pagos de las importaciones de bienes de capital que realicen las reparticiones nacionales, provinciales, municipales y organismos descentralizados, cualquiera sea su naturaleza y se encuentren exentas o no del pago de recargos y/o derechos aduaneros, serán resueltos por el Banco Central de la República Argentina con el asesoramiento del Consejo Nacional de Desarrollo, en cuanto a su viabilidad y condiciones de financiación a aplicar.
- e) Quedan exceptuados de los establecido en la Circular R.C. N° 168, en cuanto al depósito en moneda nacional equivalente al 50% de las divisas que se transfieren, los pagos anticipados que se habilitan por las presentes disposiciones.

- f) A partir de la fecha las solicitudes de crédito que los interesados formulen ante los Organismos internacionales a que se refiere el apartado c) del Capítulo 5 de la presente circular, sólo podrán iniciarse previa conformidad de este Banco o, cuando así corresponda, de la Comisión Coordinadora creada por Resolución N° 1983/64 del Ministerio de Economía de la Nación.
- g) Las normas de carácter general en materia de cambios que no se alteren por las disposiciones precedentes permanecen en vigor para la presente circular.

Saludamos a Vds. muy atentamente.-

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Fdo.: Rodolfo R.J.Lamberti

Centenario Lacanna

CIRCULAR R.C. N° 238

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Buenos Aires, 23 de julio de 1965.

A LAS INSTITUCIONES Y CORREDORES AUTORIZADOS PARA

OPERAR EN CAMBIOS

Ref.: Disposiciones complementarias
a las comunicadas por circular
R.C. N° 196 del 20.11.64.-

Tenemos el agrado de dirigirnos a Vds. y por su intermedio a la industria y al comercio importador y demás sectores interesados, con referencia a las disposiciones dadas a conocer por Circular R.C. N° 196 del 29 de noviembre de 1964 relacionadas en las importaciones de bienes de capital.

Al respecto llevamos a su conocimiento que, a los efectos de poder determinar en el tiempo los compromisos que el país vaya asumiendo por la adquisición de bienes de capital en virtud del reordenamiento de los pagos resultante de los recientes acuerdos de refinanciación de nuestras deudas con el exterior, a partir de la fecha, antes de concertar la compra en firme en el exterior de cualquiera de los bienes comprendidos dentro del régimen financiero de carácter general establecido en el Capítulo I de la mencionada circular o de ordenar nuevos embarques con imputación a presentaciones ya efectuadas ante esta Institución, las firmas importadoras deberán contar con la fórmula N° 1558 debidamente registrada por el Banco Central.

Saludamos a Vds. muy atentamente.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Fdo.: Evaristo H. Evangelista
Subgerente de Exterior

Pedro Camilo López
Gerente Departamental
Adscripto a la Gerencia General

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

Buenos Aires, 19 de junio de 1937.

A LAS EMPRESAS Y A LOS COMERCIANTES QUE SE ENVIEN A EXTRANJERO

Ref.: Régimen financiero de pagos por las importaciones de bienes de capital.

Remite el agrado de designar a Vdo., y por su intermedio a la industria y comercio exterior, con referencia a la Circular R.G. N° 125 del 20.11.34 y sus complementarias, en concordancia con el régimen financiero aplicable al pago de las importaciones de bienes de capital.

A fin de facilitar el desenvolvimiento de las actividades productivas del país, las importaciones de bienes de capital a realizarse por firmas privadas y por el sector público se ajustarán en lo posible a las condiciones siguientes:

Régimen financiero.

1. Las importaciones que no excedan de usd. 10.000 podrán abanzarse en las condiciones que libremente obtengan de sus proveedores.
2. Por aquellas importaciones que excedan de usd. 10.000 se admitirá como máximo un pago inicial equivalente al 5% de la cuota, en el momento de su formalización y no más del 10% del total contra entrega de los documentos de embarque. El pago del saldo deberá efectuarse en cuotas periódicas iguales con sujeción a las siguientes planes máximos, o exceder de lo fijo de cada embarque:

	Límite de la importación	Consolidación del saldo	Pago de la cuota
a)	hasta usd. 10.000, hasta usd. 50.000	2 años	6 cuotas
b)	" " " 50.000, " " " 50.000	3 " "	6 " "
c)	" " " 50.000, " " " 100.000	3 " "	6 " "
d)	" " " 100.000, " " " 200.000	4 " "	6 " "
e)	" " " 200.000, " " " 500.000	4 " "	12 " "
f)	" " " 500.000, " " " 1.000.000	5 " "	12 " "
g)	" " " 1.000.000,	Se consultará al Banco Central.	

Los importes indicados se refieren a valores FOB y serán aplicables por su respectivo equivalente en otros divisa.

Además se admitirá que, contra documentación de embarque, sean abanzados los fletes, gastos secundarios y complementos, el seguro de transporte.

3. Las importaciones a realizarse en términos diferidos a los de esta Circular y las que superen la suma de usd. 1.000.000 deberán ser consultadas a este Banco antes de su concretación, mediante el cupón de la fórmula N° 1279.

Término de las operaciones

4. Las instituciones de efectuar importaciones de bienes de capital, deberán solicitar y obtener de las instituciones autorizadas la apertura de las correspondientes cartas de crédito, para lo cual deberán presentar la fórmula N° 1289, debidamente integrada, en cuadruplicado.

Verificado por la institución autorizada interviniente que la operación se halla encuadrada en los términos de esta circular, procederá a conformar la fórmula N° 1290 en todos sus ejemplares.

Cumplido ese requisito, la misma institución podrá emitir las respectivas cartas de crédito y realizar los demás trámites en que lo correspondiere intervenir. El plazo para la utilización de las cartas de crédito no podrá exceder de un año desde la fecha de su apertura. Dentro de los tres días de emitidas las cartas de crédito, las instituciones autorizadas remitirán al Banco Central, al solo fin informativo, un ejemplar de la fórmula N° 1290.

5. Para iniciar el despacho a plaza de los bienes de capital el importador deberá presentar ante la aduana un ejemplar de la fórmula N° 1290 conformada por la institución autorizada, juntamente con la fórmula N° 1291 en cuadruplicado.

La aduana deberá conformar a los despachos realizados en las fórmulas N° 1290

= 0 =

y N° 1093 y remitir dos ejemplares de esta Orden al Banco Central, el que a su vez enviará uno de ellos, interconexión, a la institución interviniente que cursó la orden.

6. La institución interviniente deberá controlar que el pago de las cuotas de fianza se efectúe dentro de los plazos de pago previstos y en cuotas de cinco días hábiles a la fecha de sus respectivas vencimientos. Informará oportunamente al Banco Central de los casos de incumplimiento.

Excepciones.

7. Quedan exceptuadas del régimen establecido en la presente circular las importaciones que se detallan a continuación:

- a) Bienes de capital incorporados en la Zona Económica Especial para zonas integradas de la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio y en Zonas Económicas Especiales para Ecuador y Paraguay;
- b) Bienes de capital que se introducen para uso de investigación o con destino al Consorcio Ecuatoriano de la Sierra del Tingo, América o Balne del Azuay, en las condiciones a que corresponden los convenios celebrados los 1971 y 2001, de fechas 13.2.71 y 12.9.69, respectivamente;
- c) Materias para conservar, preparar y material consumibles destinados a la actividad civil privada, cuya introducción al país se efectúe en las condiciones fijadas por Circular B.C. P 243, del 5.8.65;

Clases de importaciones.

8. Toda importación de bienes de capital que realice los repatriaciones monetarias, provisionales, mediante pólizas o certificaciones correspondientes, conlleva que se introduzca, y se cumpla con el pago de aranceles o derechos aduaneros, de conformidad con lo establecido por el Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación, en cumplimiento de las disposiciones de los Decretos Nos. 5207/63, 5249/63 y 7183/64. En relación con los procedimientos aduaneros se hará referencia Circular P 2000 D.

9. A los fines del régimen establecido por esta Circular se consideran bienes de capital los que se obtienen en la Zona Económica.

Las instituciones intervinientes deberán en consulta a este Banco los casos de duda.

Las disposiciones de esta circular no serán de aplicación para aquellos bienes que por el país se encuentran prohibido o restringido por disposiciones del Gobierno Nacional, así como otros que se encuentren en la Zona Económica.

10. Las importaciones que en materia de depósitos previos de fianza se establecen las otras disposiciones del 6.1.65 y complementarias, se son de aplicación a las operaciones comerciales en el país que se refieren a lo que respecta a los valores de cambio o créditos que se rigen por el Capítulo III de la Ley N° 10.000 del 19.4.65.

Los textos que no se contradigan por la presente circular, continúan en vigencia.

Exhortamos a Vd. muy atentamente.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA


 Juan Carlos López
 Gerente General Interino a la
 Zona Económica


 Ricardo González
 Gerente General

10000

Capitulo	Par-tida	Sub-par-tida	Item	D e s i g n a c i ó n	Excluido
84	11	00	00	Bombas, motobombas y turbobombas de aire y de vacio; compresores, motocompresores y turbocompresores de aire y otros gases; generadores de pistones libres, ventiladores y amoladores	Item 99
84	12	00	00	Grupos para acondicionamiento de aire que contengan en una envoltura común un ventilador con motor y dispositivos adecuados para modificar la temperatura y la humedad	
84	13	00	00	Quemadores para la calentación de hogares, de combustibles líquidos (pulverizadores), de combustibles sólidos pulverizados o de gas; hogares automáticos incluidos sus antihechizos, sus parrillas mecánicas, sus dispositivos mecánicos para la evacuación de cenizas y dispositivos análogos	Item 99
84	14	00	00	Hornos industriales o de laboratorios con exclusión de los hornos eléctricos de la posición 85.11	Item 99
84	15	00	00	Materia, máquinas y aparatos para la producción del frío con equipo eléctrico o de otras clases	Item 99 y Subpartidas 02 y 03
84	16	00	00	Calandrias y laminadores, excepto los laminadores para metales y las máquinas para laminar el vidrio; cilindros para dichas máquinas	Items 51, 52 y 99
84	17	00	00	Aparatos y dispositivos, aunque no calienten eléctricamente, para el tratamiento de materias por medio de operaciones que impliquen un cambio de temperatura, tales como calentado, cocción, tostado, destilación, rectificación, esterilización, pasteurización, secado, evaporación, vaporización, condensación, enfriamiento, etc. con exclusión de los aparatos de uso doméstico; calentadores para agua (incluye los calentabaños), que no sean eléctricos	Item 99
84	18	00	00	Centrifugadores y accionados centrifugos, aparatos para el filtrado o la depuración de líquidos o gases	Item 99
84	19	00	00	Máquinas y aparatos para limpiar y lavar botellas y otros recipientes; para llenar, cerrar, etiquetar o capsular botellas, cajas, sacos y otros recipientes; para desquejar y embalar las cerezas; aparatos para gasificar bebidas; aparatos para lavar vajilla	Items 57 y 99
84	20	00	00	Aparatos o instrumentos para pesar, incluidos los básculas y balanzas para comprobación de piezas fabricadas, con exclusión de las balanzas sensibles de un peso igual o inferior a 5 centigramos; pesas para todas clases de balanzas	Items 04 y 99
84	21	00	00	Aparatos mecánicos (incluye accionados a mano) para proyectar, dispersar o pulverizar materias líquidas o en polvo; orientadores cargados o sin cargas; pistolas aerográficas y aparatos análogos; máquinas y aparatos de chorro de arena, de chorro de vapor y aparatos de chorro oscilares	Subpartida 01-Item 93 y 99-Subpart. 02 y 03/04 Item 99
84	22	00	00	Máquina y aparatos de elevación, carga, descarga y manipulación (ascensores, recipientes automáticos (skips), tornos, gatos, polipastos, grúas, puentes rodantes, transportadores teleféricos, etc.), con exclusión de las máquinas y aparatos de la posición 84.23	Items 03, 04 y 99
84	23	00	00	Máquinas y aparatos fijos o móviles, para extracción, movimiento de tierras, excavación o perforación del suelo (por las mecánicas, catredoras de carbón, excavadoras, retroexcavadoras, niveladoras, explanadoras (ball-donoro), arañillas (scraper), etc.), martillos-pilonos; quitanieves, distintos de los vehículos quitanieves de la posición 87.01	Items 81, 82, 83 y 99
84	24	00	00	Máquina, aparatos y artefactos agrícolas y hortícolas para la preparación y trabajo del suelo y para el cultivo, incluidos los redillos para céspedes y terrenos de deportes	Items 81 y 99

PLAN DE GASTOS COMPRENDIDOS EN EL CONCEPTO GASTOS DE CAPITAL, A LOS EFECTOS DEL REGIMEN FINANCIERO ESTABLECIDO EN ESTA CIRCULAR

Acree a la Circular No. 89 300

Capitulo	Subpartida	Subpartido	Item	Designación	Excluido
84	25	00	00	Máquinas cosechadoras y trilladoras; prensa para paja y para ferrosos; cortadoras de algodón; aventadoras y máquinas similares para la limpieza de granos, seleccionadores de huesos, frutas y otros productos agrícolas, con exclusión de los motores y aparatos de colineria de la posición 84.29.	Item 99
84	26	00	00	Máquinas para cardados y las demás máquinas y aparatos de la obra.	Item 99
84	27	00	00	Prensas, estrujadoras y demás aparatos empleados en viticultura, sidrería y similares.	Item 99
84	28	00	00	Otras máquinas y aparatos para la agricultura, la horticultura, la avicultura y la apicultura, incluidos los germinadores con dispositivo mecánico o térmico y los incubadores y criaderos para la avicultura.	Item 99
84	29	00	00	Máquinas para colineria y para el tratamiento de cereales y legumbres secas, con exclusión de máquinas de tipo rural.	Item 99
84	30	00	00	Máquinas y aparatos no citados ni comprendidos en otras posiciones del presente Capítulo, para las imprentas de la impresión, pastelería, galletería, pastas alimenticias, confitería, chocolatería, así como para las industrias azucarera y conservera y para la preparación de carnes, pescados, hortalizas, legumbres y frutas para usos alimenticios.	Items 99 y, además, items 91, 92 y 93 de la subpartida 08
84	31	00	00	Máquinas y aparatos para la fabricación de pasta celulósica (pasta de papel) y para la fabricación y acabado del papel y cartón.	Items 51, 52 y 99
84	32	00	00	Máquinas y aparatos para encuadernar, incluidas las máquinas de coser hojas.	Item 99
84	33	00	00	Otras máquinas y aparatos para trabajar pasta de papel, papel y cartón, incluidos las cortadoras de todos clases.	Item 99
84	34	00	00	Máquinas para fundir y componer caracteres de imprenta; máquinas, aparatos y material para alinear, de estereotipia y análogos; caracteres de imprenta, clichés, planchas, cilindros y otros órganos impresores, piedras litográficas, planchas y cilindros preparados para las artes gráficas (aplanados, granados, pulidos, etc.).	Items 51, 52, 53, 90 y 99
84	35	00	00	Máquinas y aparatos para imprenta y artes gráficas, cargadoras, pliegadoras y otros aparatos auxiliares de imprenta.	Items 07, 15 y 99
84	36	00	00	Máquinas y aparatos para el hilado (extrusión) de materias textiles sintéticas y artificiales; máquinas y aparatos para la preparación de materias textiles; máquinas para la hilatura y el retorcido de materias textiles; máquinas para bobinas (incluidas las canilleras) y devanar materias textiles.	
84	37	00	00	Telares y máquinas para tejer, para hacer géneros de punto, tulos, encajes, bordados, pasamanería y malla (red); aparatos y máquinas preparatorias para tejer o hacer géneros de punto, etc. (urdideras, oncoladoras, etc.).	
84	38	00	00	Máquinas y aparatos para la fabricación y el acabado de telas, en piezas o en forma determinada, incluidos las máquinas de sembrería y las herramientas de sembrería.	Items 40, 50 y 99
84	39	00	00	Máquinas y aparatos para el lavado, limpieza, secado, blanqueo, teñido, apresto y acabado de hilados, tejidos y manufacturas textiles (incluidos los aparatos para lavar la ropa, planchar y prensar las confecciones, enrollar, plegar o	

Capítulo	Partido	Subpartida	Ítem	Descripción	Incluido
84	40	00	00	<p> cortar los tejidos; máquinas para revestimiento de tejidos y demás cepillos para la fabricación de cubiertas de suelo tales como linóleo, etc.; máquinas para el estampado de hilados, tejidos, fieltros, cueros, papel de decorar habitaciones, papel de embalaje; linóleo y otros materiales similares (incluidas las planchas y cilindros grabados para estas máquinas) </p>	Ítem 99 y Subpart. 02
84	41	00	00	<p> Máquinas de coser (tejidos, cueros, calzones, etc.), incluidas las ruedas para máquinas de coser; agujas para estas máquinas </p>	Subp. 01 Ítem 01 Subp. 02 Ítem 02 y Subpart. 03 04 y 05
84	42	00	00	<p> Máquinas y aparatos para la preparación y el trabajo de los cueros y pieles para la fabricación de calzado y otros manufacturas de cuero o piel, con exclusión de las máquinas de coser de la posición 84.41 </p>	Ítem 99
84	43	00	00	<p> Convertidores, calderos de colada, lingoteras y máquinas de colar y de coléar, para acerón, fundición y metalurgia </p>	Ítem 11 y 99
84	44	00	00	<p> Lavadoras, tramos de lavandería y cilindros de lavandería </p>	Ítem 03 y 99
84	45	00	00	<p> Máquinas horrañadoras para el trabajo de los metales y de los carburos metálicos, distintas de las comprendidas en las posiciones 84.49 y 84.50 </p>	
84	46	00	00	<p> Máquinas horrañadoras para el trabajo de la piedra, productos cerámicos, hornos de fibrocemento (asbesto-cemento) y otros materiales similares análogos y para el trabajo en frío del vidrio, distintas de las comprendidas en la posición 84.49 ... </p>	
84	47	00	00	<p> Máquinas horrañadoras, distintas de las de la posición 84.46 para el trabajo de la madera, corcho, hueso, ónix, materiales plásticos artificiales y otros materiales duros análogos. </p>	
84	49	00	00	<p> Herramientas y máquinas horrañadoras manuales o con motor incorporado que no sea eléctrico, de empleo manual </p>	Ítem 99
84	50	00	00	<p> Máquinas y aparatos de gas para soldar, cortar y para temple superficial </p>	Ítem 99
84	51	00	00	<p> Máquinas de escribir sin dispositivo totalizador; máquinas para autenticar cheques </p>	
84	52	00	00	<p> Máquinas de calcular; máquinas de escribir llamadas "contables"; cajas registradoras; máquinas para franquar; para emitir ticket y análogos con dispositivos totalizadores </p>	
84	53	00	00	<p> Máquinas de perforación y cilindros de cartulina perforada (perforadoras), comprobadoras, clasificadoras, tabuladoras, multiplicadoras, etc. </p>	
84	54	00	00	<p> Otras máquinas y aparatos de oficina (copiadores hectográficos o de cilindro, máquinas para imprimir direcciones, máquinas para clasificar, contar y ensartar tarjetas, aparatos afilia lápices, aparatos para perforar y preparar, etc.) </p>	
84	55	00	00	<p> Máquinas y aparatos para clasificar, cribar, lavar, quebrantar, triturar, moler tierras, piedras y otras materias minerales sólidas, máquinas y aparatos para aglomerar, dar forma y caldear combustibles minerales sólidos, pastas cerámicas, cemento, yeso y otras materias minerales en polvo o en pasta; máquinas para forjar los moldes de arena para fundición </p>	Subpart. 05
84	57	00	00	<p> Máquinas y aparatos para la fabricación y trabajo en caliente del vidrio y de los manufacturas del vidrio; máquinas para el montaje de lámparas, tubos y válvulas eléctricas, oleohílicas y cilindros </p>	Subpart. 04

22

D.C.N.A.			PLAN DE INVERSIÓN DE BIENES DE CAPITAL EN EL SECTOR PÚBLICO, A LOS EFECTOS DE LA LEY DE INVERSIÓN DE BIENES DE CAPITAL EN EL SECTOR PÚBLICO		Artículo 10 de la Ley de Inversión de Bienes de Capital, D.C. No. 10
Categoría	Partida	Subpartida	Ítem	Descripción	Presupuesto
84	99	00	00	Aparatos científicos para la veleta, cuyo funcionamiento no se basa en la electricidad ni en el vapor, tales como distribuidores automáticos de bollos de cigarrillos, cigarrillos, chocolate, comestibles, etc. y sus partes y piezas sueltas	Ítem 99
84	99	00	00	Máquinas, aparatos y artefactos mecánicos no accionados ni accionados en otros procedimientos del presupuesto Capital	Ítem 99 y, además, el ítem 01 de la Subpart. 11
89	01	00	00	Máquinas generadoras, motores y convertidores rotativos para transformadores y convertidores estáticos (rectificadores, etc.), bobinas de resonancia y de autoinducción	Ítem 20, 21, 30 y 99
89	04	00	00	Acumuladores eléctricos	Ítem 21 y 99
89	05	00	00	Horizontales y máquinas horizontales electroconducidas (con motor de inducción) de uso manual	Ítem 99
89	07	00	31	Máquinas equilibradoras	
89	11	00	00	Máquinas eléctricas industriales o de laboratorio, incluidos los aparatos para el tratamiento térmico de materias por ignición, o por pérdida dieléctrica; máquinas y aparatos eléctricos para caldar o cortar	Ítem 99
89	13	00	00	Aparatos eléctricos para telefonía y telegrafía con hilos, incluidos los aparatos de teleseñalización por corriente por tubería	Subpartida 01 ítem 51, 52 y 99. Subpartida 02 ítem 70, 60, 99 y 99. Subpartida 03 ítem 99.
89	14	00	01	Módulos transistorizados	
89	15	00	00	Aparatos transmisores y receptores de radiotelefonía y radiotelegrafía; aparatos emisores y receptores de radiodifusión y de televisión, incluidos los receptores combinados con fonógrafos y los aparatos terminales para televisión; aparatos de radiografía, radiotelegrafía, radiotelefonía y radiotelegrafía de	Subpartida 01 y 02 y además el ítem 99 de la subpartida 03
89	16	00	00	Aparatos eléctricos de señalización (que se usan para trabajos de seguridad, de control y de mando para vías férreas y otras vías de comunicación, incluidos los partes y accesorios	Ítem 99
89	19	06	00	Circuitos de mando o de distribución	
89	22	00	00	Máquinas y aparatos eléctricos no accionados ni accionados en otros procedimientos del presupuesto Capital	Ítem 99
89	01	00	00	Locomotoras de vapor; téndera	
89	02	00	00	Locomotoras eléctricas (de acumuladores o de energía exterior)	
89	03	00	00	Los demás locomotoras	
86	04	00	00	Autómatos (incluidos los tranvías) y vehículos de motor para conservación o inspección de líneas férreas	
86	05	00	00	Coches de viajeros, furgones de equipaje, coches carros, coches sanitarios, coches solitarios, coches de pruchas y de más coches especiales, para vías férreas	
86	06	00	00	Vagones tollores, vagones grúa y demás vagones de servicio para vías férreas; vehículos sin motor para inspección y conservación de líneas férreas	

Capítulo	Partido	Subpartido	Ítem	Descripción	Incluido
				D o n d e s e a l d a	
86	07	00	00	Vehículos y vehículos para el transporte sobre rieles de cualquier clase	
85	08	00	00	"Cámaras" y contenedores (incluidos los contenedores-cinturas y los contenedores-deposito) utilizados en cualquier modo de transporte	
86	10	00	00	Materiales fijos de vías férreas, aparatos mecánicos no eléctricos de señalización, seguridad, control y mando por cualquier guía de comunicación; sus partes y piezas sueltas	Ítem 99
87	01	00	00	Tractores, incluidos los tractores terrestres	
87	02	00	00	Vehículos automotores con motor de cualquier clase, para el transporte de personas o de mercancías (incluidos los coches de carreras y los trolchucos)	Subpartido 01
87	03	00	00	Vehículos automotores para usos especiales, distintos de los destinados al transporte propiamente dicho, tales como coches para auxilio de averías, coches bomberos, coches escolares, coches barridos, coches quitanieves, coches de riego, coches grúas, coches proyectores, coches talleros, coches geodésicos y similares	
87	04	00	00	Chasis con motor de los vehículos automotores citados en las posiciones 87-01 a 87-03 inclusivo	Subpartido 01
87	07	00	00	Tractores o carretillas industriales (accionadas por motor de cualquier clase, para levantar y transportar cargas, en cuclles, fábricas, botijas, etc.); sus partes y piezas sueltas	Ítem 99
88	01	00	00	Aviones	
88	02	00	00	Aviones (aviones, hidroaviones, planeadores, cometas, cohetes, helicópteros, autogiros, etc.); paracaídas terrestres	
88	09	00	00	Catapultas y otros artefactos de lanzamiento similares; aparatos de lanzamiento de vuelo en tierra; sus partes y piezas sueltas	Ítem 99
89	01	00	00	Barcos no comprendidos en las otras posiciones de este Capítulo	Ítem 55
89	02	00	00	Recoletores	
89	03	00	00	Barcos feros, barcos bichos, dragas de todas clases, pontones grúas y demás barcos para los que la navegación es accesorio con relación a la función principal; diques flotantes	
89	05	00	00	Artefactos flotantes diversos, tales como depósitos, cajones flotantes, boyas, balsas y similares	
89	07	00	00	Aparatos cinematográficos (convintos y de tema oxidado, incluye también aparatos de proyección con o sin reproducción de sonido)	Ítem 01, 02, 04 y 99
89	07	00	00	Aparatos de proyección fija; proyectores e reflectores fotográficos	Ítem 01 y 99
89	10	00	00	Aparatos y material de los tipos utilizados en los laboratorios fotográficos o cinematográficos no comprendidos en otras posiciones del presente Capítulo; aparatos de fotografía por contacto; bobinas para el enrollado de film y películas; pantallas para proyecciones	Ítem 01 y 99
92	11	00	07	Grabadores magnéticos de sonido de uso cinematográfico para películas e cintas perforadas	
92	11	00	08	Aparatos industriales para registrar sonidos en cinta magnética	

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA Departamento de Comercio Exterior		INFORMACION SOBRE FINANCIACION DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL		Institución Autorizada N°	
FIRMA IMPORTADORA				N° de orden (1)	
D.O.I. (Réditos)	Reg. Nec. Perm. Actív. Ind.	Inscripción D.O.A.		Nom. Aranc. Bruselas	
Financiadores:				Circ. R.C. N° 328	
Destellos: País:				Punto - Inc.	
Cantidad	Detalle de los bienes a importar			País de origen	Código
				Yapa Int.	Moneda
					Cód. mon.
				Pago anticipado	
				Pago e/ documentos de embarque	
				Total a financiar	
				Valor - FMI	
DESTINO: (2)				Flote	
Alimentos, bebidas y tabaco <input type="checkbox"/> Textil, confecciones y cueros <input type="checkbox"/> Productos químicos <input type="checkbox"/>				Gastos consular	
<input type="checkbox"/> Hierros, piedras, vidrios y cerámica <input type="checkbox"/> Metales ondulados <input type="checkbox"/> Maquinarias <input type="checkbox"/> Maquinaria eléctrica <input type="checkbox"/> Maquinarias y aparatos eléctricos <input type="checkbox"/> Construcción de vehículos automóviles <input type="checkbox"/> Papel y cartones <input type="checkbox"/> Caucho <input type="checkbox"/> Madera <input type="checkbox"/> Varios <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> Roentgen <input type="checkbox"/>				Seguro de transporte	
OBSERVACIONES:				TOTAL DE LA IMPORTACION	
				Scrupa de importación	
				2	

Se declara que las informaciones consignadas precedentemente son ciertas y que la operación se realiza en cumplimiento de las disposiciones que rigen para estas transacciones en el comercio de cambio.

Destellos:
T.E.

Firma

PARA USO DE LA INSTITUCION AUTORIZADA

EN CONSULTA. Se otorga al Banco Central de la República Argentina de acuerdo con lo previsto en el punto de la Circular R.C. N° 328 del 15.0.67.

330

Firma

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA Departamento de Comercio Exterior		INFORMACION SOBRE FINANCIACION DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL		Institución Autorizada N°	
FIRMA IMPORTADORA				N° de orden (1)	
D.G.I. (Réditos)		Reg. Nac. Prop. Actív. Ind.	Inscripción D.N.A.	Don. Aranc. Bruselas	
Financiador:				Circ. R.C. N° 328	
Domicilio:		País:		Punto - Inc.	
Cantidad	Detalle de los bienes a importar			País de origen	Código
				Cosa Int.	Moneda
				Cód. con.	
				Pago anticipado	
				Pago c/documentos de embarque	
				Total a financiar	
				Valor - FOB	
				Flete	
				Gastos consulares	
				Seguro de transporte	
				Seguro de exportación	TOTAL DE LA IMPORTACION

Se declara que las informaciones consignadas precedentemente son exactas y que la operación se realiza en cumplimiento de las disposiciones que rigen para estas transacciones en el mercado de cambios.

Domicilio: / /
T.E. / /
Firma / /

PARA USO DE LA INSTITUCION AUTORIZADA

COMENTARIO: Para el pago al exterior de los bienes que se indican en la presente fórmula, se abonará el crédito correspondiente al aborito por intermedio de esta institución al / /

1000

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA Departamento de Comercio Exterior		INFORMACION SOBRE FINANCIACION DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL		Nº de orden (1)		
FIRMA		IMPORTADORA		Fórm. 1890 Nº		Conformada el
				Día		Nos
				Año		
D.G.I. (Réditos)	Reg. Neg. Prop. Activ. Ind.	Inscripción D.N.A.		No. Aranc. Bruselas		
Financiadors:				Circular R.G. Nº 329		
Domicilio:		País		Punto - Inc.		
Cantidad	Detalle de los bienes a importar			País de origen		Código
				Inc. Int.	Moneda	Cód. con.
				Pago anticipado		
				Pago e/descontos de embarque		
				Total a financiar		
Fecha de Embarque: / /	Vapores			Valor = FOB		
de Llegada: / /	Bomboras					
OBSERVACIONES:				Floto		
				Factos consularos		
				Seguro de transporte		
		Afirma e Receptoría	Seguro de exportación	TOTAL DE LA IMPORTACION		

Se declara que las informaciones consignadas precedentemente son exactas y que la operación se realiza en cumplimiento de las disposiciones que rigen para estas transacciones en el comercio de cables.

Domicilio:

I.E.:

Firma

PARA USO DE LA INSTITUCION AUTORIZADA

Certificamos que la firma del importador concuerda con la registrada en nuestros libros.

CREAR EL SERVICIO DE PROMOCION DE INVERSIONES EXTERNAS

DECRETO N° 5364

Buenos Aires, 26 de julio de 1967

VISTO:

Las Leyes 14.780, 16.956 y sus decretos reglamentarios y CONSIDERANDO:

Que es esencial intensificar el ritmo de capitalización del país como un requisito imprescindible para acelerar el desarrollo económico y social;

Que siendo las inversiones privadas un factor sustancial de esta capitalización, es menester promoverlas vigorosamente dentro de un marco racional de prioridades y con estímulos adecuados;

Que esta promoción debe comprender en forma armónica a las inversiones privadas tanto nacionales como extranjeras, debiendo ser equitativos sus respectivos tratamientos;

Que es indudable que las inversiones privadas nacionales constituyen la proporción de mayor significación, por lo cual la política económica del Gobierno tiene como uno de sus objetivos promoverlas permanentemente;

Que la inversión privada extranjera desempeña un papel de complementación de relevante importancia por su aporte tecnológico y la capitalización adicional implícita;

Que en las actuales circunstancias es conveniente acelerar la canalización de la inversión externa hacia aquellos sectores más apropiados para impulsar el desarrollo económico;

Que con el objeto de lograr esta mayor celeridad en el tratamiento de las propuestas de las inversiones privadas extranjeras como asimismo la coordinación de las decisiones requeridas, resulta apropiado la adopción de un procedimiento orgánico con capacidad para la rápida tramitación y concreción de las inversiones propuestas;

Que la ley 16.956 establece la competencia del Ministerio de Economía y Trabajo a los efectos de la coordinación de las Secretarías de Estado de su jurisdicción.

Por ello.

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

D E C R E T A :

Artículo 1º. - Créase en el Ministerio de Economía y Trabajo dependiente de su titular, el Servicio de Promoción de Inversiones Externas. Dicho Servicio estará a cargo de un funcionario con el rango de Subsecretario a cargo de las Inversiones Externas.

Artículo 2º. - Serán funciones del Servicio de Promoción de Inversiones Externas:

- 1) Estudiar las propuestas de acogimiento al régimen de promoción de inversiones establecido por la ley 14.780 y su reglamentación.
- 2) Atender las consultas que formulen los potenciales inversores sobre las disposiciones vigentes, trámites y demás cuestiones vinculadas con la promoción de inversiones externas en el país.
- 3) Dar a dichas propuestas el trámite que se establece en el artículo 5º del presente decreto.
- 4) Reglamentar la forma de presentación y contenido de información de dichas propuestas.
- 5) Proponer al Ministro de Economía y Trabajo el otorgamiento de las franquicias a los solicitantes que cubran los requisitos exigidos.
- 6) Difundir los regímenes nacionales de promoción en el exterior del país.
- 7) Promover ante potenciales inversores del exterior la realización de proyectos específicos de inversión de elevada prioridad.
- 8) Organizar y promover con la colaboración de los sectores privados acciones para fomentar el incremento de las inversiones externas.

Artículo 3º. - Para el mejor cumplimiento de sus funciones el Servicio de Promoción de Inversiones Externas podrá constituir Comisiones Asesoras con participación de representantes tanto del sector público como del privado.

Artículo 4º. - A partir de treinta (30) días de la fecha del presente decreto todas las propuestas de inversiones externas que soliciten acogerse al régimen de la

ley 14.780 y sus disposiciones reglamentarias serán presentadas ante el Ministerio de Economía y Trabajo - Servicio de Promoción de Inversiones Externas- conforme a las normas que a sus efectos se dicten.

Artículo 5º.- Verificada la viabilidad de la petición el Servicio de Promoción de Inversiones Externas enviará copia de las propuestas a las Secretarías de Estado u organismos específicos que tengan competencia en la actividad a desarrollar, para que emitan su opinión respecto de las mismas en un plazo que no deberá exceder de treinta (30) días. Simultáneamente, en caso de solicitarse la introducción de maquinarias y equipos, libre de recargos, enviará las listas de dichos bienes a la Secretaría de Estado de Industria y Comercio para que ésta informe si dichos bienes se producen en el país en condiciones de razonable economicidad.

Artículo 6º.- Las solicitudes de acogimiento al régimen de la ley 14.780 se publicarán por tres (3) días en el Boletín Oficial, debiéndose indicar:

- 1) Régimen solicitado
- 2) Bienes a producir o servicios a prestar
- 3) Capacidad a instalar
- 4) Monto de la inversión
- 5) Lugar de instalación
- 6) Fecha estimada de iniciación de actividades

Artículo 7º.- Las firmas instaladas y que produzcan los bienes para cuya producción se soliciten los beneficios promocionales, individualmente o en conjunto, podrán presentar oposiciones al otorgamiento de franquicias dentro de los quince (15) días corridos a partir de la publicación mencionada en el artículo 6º. Dichas oposiciones deberán contener, como mínimo, para ser recibidas y tenidas en cuenta los siguientes datos:

- 1) Capacidad de producción instalada en el país
- 2) Cantidad de establecimientos
- 3) Nombre y capacidad de los establecimientos principales
- 4) Fechas de iniciación de actividades y antigüedad de los equipos instalados.

- 5) Precios de los productos en primera venta en el mercado interno.
- 6) Precios CIF Bs. As de los mismos bienes producidos en el exterior.
- 7) Clasificación NARI, al nivel de posición de los bienes producidos y recargos de importación.
- 8) Clasificación NABALALC y situación en las listas nacionales de países de la ALALC.
- 9) Ventas (volúmenes y valores) de los últimos tres años.
- 10) Importaciones y exportaciones (volúmenes y valores) de los últimos tres años, indicando origen y/o destino.

Artículo 8°.- Posteriormente al cumplimiento del trámite establecido en la segunda parte del artículo 5°, el Ministerio de Economía y Trabajo -Servicio de Promoción de Inversiones Externas - aprobará el monto de los bienes a introducir del exterior.

Artículo 9°.- Establecido por el Servicio de Promoción de Inversiones Externas que el proyecto reúne las condiciones para el otorgamiento de los beneficios solicitados, elevará al señor Ministro de Economía y Trabajo el proyecto de norma que corresponda dictar.

Los decretos por los cuales se otorguen franquicias serán refrendados por el señor Ministro de Economía y Trabajo y firmados por los señores Secretarios de Estado competentes en la actividad a desarrollar.

Artículo 10°.- Dictado un decreto otorgando beneficios promocionales, la Secretaría de Estado competente fiscalizará el cumplimiento por parte del beneficiario de los términos y condiciones de las franquicias otorgadas y propondrá en caso de incumplimiento total o parcial las sanciones que correspondan.

Artículo 11°.- El servicio que se crea por el artículo 1°, deberá proponer al Poder Ejecutivo, por conducto del Ministerio de Economía y Trabajo, su estructura funcional.

Artículo 12°.- A los fines del cumplimiento de lo dispuesto en los artículos anteriores quedan sin efecto las facultades conferidas a la Secretaría de Estado de Industria y Comercio por el Decreto N° 8037/62 en lo referente a inversiones extranjeras.

Artículo 13°. - Deróganse todas las disposiciones que se opongan a lo establecido en el presente decreto.

Artículo 14°. - El presente decreto será refrendado por los señores Ministros de Economía y Trabajo y de Defensa y firmado por los señores Secretarios de Estado de Agricultura y Ganadería, de Hacienda, de Industria y Comercio, de Energía y Minería, de Transporte y por el señor Comandante en Jefe del Ejército.

Artículo 15°. - DE FORMA.

Ministerio de Economía

y Trabajo

SERVICIO DE PROMOCION DE

INVERSIONES EXTERNAS

GUIA PARA PRESENTACIONES DE PROYECTOS

DE INVERSION EXTRANJERA

1. Aspectos Institucionales

De la Empresa:

Nombre y domicilios

Antecedentes

Forma jurídica

Capital

Directorio

Vinculación con otras empresas

Referencias de las mismas

De los Inversores:

Principales integrantes

Forma de inversión del capital extranjero

Documentación pertinente

De los Beneficios Solicitados:

De acuerdo con disposiciones vigentes

De excepción

2. Aspectos Comerciales

Del Producto:

- Bienes y/o servicios a producir
- Descripción (incluyendo subproductos)
- Volumen (según planes de producción)
- Utilización y aplicaciones
- Otros previstos para los próximos diez años

Del Mercado Local:

- Análisis de tendencias para los diez años futuros
- Producción nacional
- Importación
- Exportación
- Capacidad instalada
- Consumo "per capita" comparado con otros países
- Estudio de productos sustitutivos

Del Mercado Externo:

- Análisis de los posibles mercados para exportación
- Reglamentación local vigente para exportación
- Convenios internacionales y disposiciones de países importadores
- Situación específica en la A.L.A.L.C.
- Clasificación y gravámenes en los posibles mercados consumidores

De la Competencia:

- Para el Mercado Interno
- Principales Productores
- Volúmenes
- Niveles de precios
- Proyectos para diez años
- Fuentes de Importación
- Volúmenes

Niveles de precios

Protección local existente

Para la Exportación

Individualización por mercados

Niveles de precios internacionales

Precios comparativos de los productos locales

Situación en la A.L.A.L.C.

3. Aspectos de Ingeniería

Del Proyecto:

Estudios y/u obras realizados

Estado actual

Firmas que han intervenido

Tamaño previsto

Criterio que determina la escala de producción

Escala de la competencia

Local

Extranjera

Expansiones previstas

Ubicación geográfica

Justificación

Infraestructura

Requerida

Disponible

De la Tecnología:

Características tecnológicas adoptadas

Criterio de elección

Comparación con la de competencia

Local

En el extranjero

Procesos alternativos
Licencias contratadas
 Características
 Vigencia
 Regalías
Situación competitiva
 En el país
 En el extranjero
Asistencia técnica prevista

De la Planta Productiva:

Proceso
 Descripción cuantitativa
 Diagrama de secuencias

4. Aspectos económico-Financieros

De las Inversiones:

 Inversión Permanente
 Capital de Trabajo
 Calendario según etapas de realización

De los Costos:

 Costos de Producción
 Fijos
 Variables
 Costos operativos
 Costos unitarios según niveles de producción

De la Evolución:

 Presupuesto de ingresos y gastos según producción
 Financiamiento de las inversiones
 Fuentes y usos de fondos
 Efectos sobre la balanza de pagos

De los resultados:

Rentabilidad del proyecto

Beneficios para la Economía Nacional.

De la Planta Productiva (cont.)

Características físicas (con planos generales)

Terrenos

Edificios

Equipos

Descripción

Procedencia

Capacidad de producción

Servicios de industria

Energéticos

Auxiliares

Instalaciones complementarias

Transportes

Suministros

Volúmen requerido

Disponibilidad y origen

Criterio económico previsto

Personal

Requerimiento por niveles

Origen

Sistema de remuneraciones previsto

BIBLIOGRAFIA

Libros y artículos

- Arnolds, Alfonso: "Geografía Económica Argentina". Editorial Kapeluz, Bs.As. 1963.
- Baran, Paul A.: "La economía política del crecimiento". Fondo de Cultura Económica, México, 1961.
- Bierman, H., Jr. y S. Smidt: "The Capital Budgeting Decisión". The Mac Millan Company. New York, 1960.
- Carter, C.F. y Williams, B.H.: "Investment in innovation". Traducido al castellano bajo el título "Invertir para Innovar". Edic. RIALP, Madrid, 1962.
- CEPAL, Secretaría de la: "Problemas y Perspectivas del Desarrollo Inustrial Latinoamericano. 1963.
- CONSEJO NACIONAL DE DESARROLLO: "Plan Nacional de Desarrollo". Bs.As., 1965.
- Dean, Joel: "Capital Budgeting". Columbia University Press, New York, 1951.
- Dean, Joel: "Economía para Directorios de Empresa". Editorial Omeba, Bs.As., 1960
- Ferrer, Aldo: "La Economía Argentina-Las etapas de su desarrollo y problemas actuales". Fondo de Cultura Económica. 2da. Edic., 1965.
- Ferria Contin F.: "Gestión financiera de la empresa". Ediciones Deusto, Colección Gestión. 5ª. edición; Bilbao, 1967.
- Gelvin, Millard: "Return on investment concept and corporate pelicy". NAA(National Association of Accountants Bulletin). Julio 1961.
- Hermann, Max: "Investigación económica. Su metodología y técnica." Fondo de Cultura Económica, Mexico 1963.
- Kaynes, John M.: "Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero". Fondo de Cultura Económica. México 1958.
- Knight, F.H.: "Riesgo, incertidumbre y beneficio". Madrid, Edit. Aguilar, 1947.
- Krasuk, Jorge L.: "Planeamiento y Control Patrimonial, Económico y Financiero de la Empresa. Correspondiente a la 2da. parte del libro "Organización y Control de Empresas" de V.L.Perel, J.L. Krasuk y J.López Cascante. Edit. Macchi.Bs.As., 1964.

- Krasuk, Jorge L. y Harvey Popell: "Probables Escasas Inversiones de Capital en 1967. Problemas para la Importación de Bienes de Capital". Business Trends. Bs.As., 28/11/1966.
- Laurant, Henry W.: "Factors affecting foreign investments in Argentina". Stanford Research Institute. Menlo Park, California, U.S.A. International Development Center. 1963.
- Magee, John F.: "How to use decision trees in capital investment". Harvard Business Review, Sept-Oct. 1964.
- Magee, John F.: "Decision trees for decision making". Harvard Business Review, July August 1964.
- Mallon, Richard D.: "Exchange Policy: Argentina" Harvard University Development Advisory Service. Bellagio Conference. Junio 1966.
- Messuti, Domingo J.: "Finanzas de la Empresa: Un enfoque a nivel ejecutivo". Edic. Macchi. Bs.As., 1964.
- Myrdal, G.: "Teoría Económica y Regiones Subdesarrolladas". Fondo de Cultura Económica". México, 1962.
- National Association of Accountants: "Return on capital as a guide to managerial decisions". Research Report 35. December 1, 1959.
- Naciones Unidas: "Evaluación de proyectos en países donde predomina la empresa privada". Revista "Industrialización y Productividad". New York, 1962.
- Peccei, Aurelio: "El desafío de la década del 70 al mundo de hoy". Conferencia pronunciada en la Escuela Nacional de Guerra el 27.9.1965.
- Perel, V.L., Krasuk, J.L. y López Cascante, J.: "Organización y Control de Empresas". Edic. Macchi. Bs.As., 1968.
- Peumans. H: "Valoración de Proyectos de Inversión. Edic. Deusto. Bilbao. 1967.
- Porterfield, James T.S.: "Decisiones de Inversión y Costos de Capital. Herrero Hermanos Sucesores, S.A.
- Robinson, E.A.G.: "La dimensión óptima de la empresa". Edit. El Ateneo, Bs.As. 1957.

- Sadosky, M.: "Reflexiones sobre los problemas actuales de la ciencia y de la técnica". Revista de la Universidad de Bs.As. Junio 1961.
- Samuelson, Paul A.: "Economics. An introductory analysis". Mc.Graw Hill Book Co. 1958.
- Schwan, Harry T.: "Replacement of machinery and equipment", incluido en el "Industrial Engineering Handbook", First edition. Mac. Graw Hill Book Co. Inc. 1956.
- Scheuble, Philip A., Jr.: "Return on investment for new product policy". Harvard Business Review. Nov-Dic. 1964.
- Schneider, Erich: "Teoría Económica". Edit. Aguilar. Madrid. 1964.
- Simon, Herbert: "El proceso de decisión tomado como recurso económico". Publicado en libro "Nuevos Horizontes del Progreso Económico". Edit. NORMA, 1966.
- Spencer y Siegelman: "Economía de la administración de empresa".
- Strumilin, S.G.: "El factor tiempo en los proyectos de inversión de capital". El trimestre Económico. Abril-Junio. 1959.
- Techint: "Las inversiones de capital", por el Ing. Eduardo Guillermo Cuesta. Boletín Informativo N° 158. Marzo-Abril, 1967.
- Tomasini, H.M., Otaduy, J., y Faunez, H.A.: "Proyectos de inversión. Sinopsis de temas desarrollados en el Departamento de Graduados de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Bs.As. Publicación de Ducilo SAIC., 1964.
- Viner, Jacob: "American Aims and the Progress of underdeveloped countries" Ed. B.F. Hoeselitz. Chicago, 1952.
- Weingartner, Martín R.: "Mathematical Programming and the analysis of Capital Budgeting Problems". The Ford Foundation. Doctoral Dissertation Series. 1962. Award winner.

Colecciones de diarios y revistas, folletos, leyes, decretos y resoluciones diversas

- Revista "Análisis".
- " " "Economic Survey".
- " " "Business Trends".
- Harvard Business Review
- Diarios La Nación y La Prensa.
- Revista de la Universidad de Bs.As.
- Memorias del Banco Central de la República Argentina.
- Conclusiones de la Convención Nacional de Fabricantes de Maquinaria, Implementos y Repuestos agrícolas. Argentina. 1966.
- Leyes Nacionales N° 11.682, 15.801, 14.780, y 14.781.
- Decreto N° 5.339/63 3.113 de 1964.
- Circulares del Banco Central de la República Argentina R.C. 196, 238 y 328.

INDICE

INTRODUCCION

1. Objetivos
2. Importancia del tema
3. Estructura de la obra

CAPITULO I

CONCEPTO, CARACTERISTICAS Y CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES

1. Concepto y significado de la inversión
2. Características de las inversiones actuales
3. Clasificación de las inversiones

CAPITULO II

EL CRITERIO DEL ESTADO FINANCIERO O CONTABLE

1. Concepto
 - a) Estimación del rendimiento en base a la inversión total original
 - En cuanto a la inclusión del capital de trabajo dentro de la inversión
 - En cuanto a la inclusión de ciertos gastos de "iniciación" dentro de la inversión
 - En cuanto a las futuras inversiones relacionadas con el proyecto
 - En cuanto al aprovechamiento de activos existentes
 - b) Estimación del rendimiento en base a la inversión promedio
2. Comparación de proyectos alternativos
3. Evaluación del criterio del estado financiero

CAPITULO III

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS

- A - El criterio del período de reintegro
 1. Concepto
 2. Evaluación de proyectos alternativos
 3. El impuesto sobre los réditos y el período de recuperación
 4. Períodos de reintegro ideales

5. El período de reintegro y las empresas extranjeras
6. Evaluación del criterio del período de reintegro
- B- El criterio del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión
 1. Concepto
 2. Evaluación del criterio del coeficiente de ingresos totales en relación con la inversión
- C- El criterio del promedio de ingresos netos anuales en relación con la inversión
 1. Concepto
 2. Evaluación del criterio del promedio de ingresos netos anuales en relación con la inversión

CAPITULO IV

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS Y EN EL VALOR-TIEMPO DEL DINERO, EL CRITERIO DE LA TASA INTERNA DE RENDIMIENTO DEL PROYECTO

1. Introducción
2. Origen y concepto del criterio de la tasa interna de rendimiento del proyecto
3. Formas típicas de corrientes de fondos
4. Aplicación del criterio a proyectos alternativos
5. Algunas consideraciones críticas en torno al criterio de la tasa interna de rendimiento
 - a) El peculiar conocimiento del futuro
 - b) Limitaciones vinculadas al procedimiento de cálculo
 - c) Limitaciones vinculadas con las hipótesis relativas a la tasa de rendimiento y de financiación
6. Evaluación del criterio de la tasa interna de rendimiento del proyecto

CAPITULO V

CRITERIOS BASADOS EN LOS INGRESOS DE FONDOS Y EN EL VALOR-TIEMPO DEL DINERO, EL CRITERIO DEL VALOR ACTUAL NETO (O DE LA TASA INTERNA DE INGRESOS)

1. Introducción
2. Contenido del criterio del valor actual neto
3. El error en la estimación del costo del capital y sus efectos sobre la clasificación de las inversiones
4. Evaluación del criterio del valor actual neto

ANEXO AL CAPITULO V

LAS DECISIONES DE INVERSION Y LA INFLACION; LA ARGENTINA

CAPITULO VI

FACTORES QUE AFECTAN A LAS DECISIONES DE INVERSION

GENERAL

A- FACTORES QUE AFECTAN AL RENDIMIENTO DE UNA INVERSION

1. Costo de la inversión fija instalada
2. Capital de trabajo
3. Período de construcción
4. Costo inicial de la puesta en marcha
5. Volumen de ventas
6. Precio del producto
7. Corriente de costos durante la vida del proyecto
8. Vida "técnicamente probable" de la inversión
9. Vida "económica" de la inversión
10. Valor residual final
11. Tasa mínima aceptable de rendimiento
12. Tasa de impuestos sobre los réditos
13. Tasas de inflación
14. Condiciones generales de los negocios e incertidumbre

B- OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LAS DECISIONES DE INVERSION

1. El tiempo de espera para la obtención de rendimientos satisfactorios
2. La capacidad del personal
3. La falta de capital

CAPITULO VII

FACTORES QUE DISTORSIONAN O TRABAN EL PROCESO DE REALIZACION DE INVERSION EN LA

ARGENTINA

1. La inestabilidad de los gobiernos
2. El latifundio
3. La inflación

4. La concentración de la actividad económica en pocos centros importantes.
5. La brevedad de las etapas de los ciclos económicos resultantes de la diversidad de políticas en el campo económico (problemas de coyuntura)
6. La estrechez del mercado.
7. La elevada protección arancelaria.
8. La veracidad del régimen impositivo
9. Los beneficios especiales acordados por los gobiernos a las inversiones extranjeras de capital.
10. La relación de precios de los productos pecuarios y agrícolas.
11. Factores técnicos que afectan a las decisiones de inversión en la Argentina.

CAPITULO VIII

DE CIERTOS ASPECTOS LEGALES E IMPOSITIVOS QUE INFLUYEN SOBRE LAS DECISIONES DE IN- VERSION EN LA ARGENTINA

- I - La ley N° 14.780 (Régimen de inversión de capitales extrajeros) dictada en 1958.
- II - La ley N° 14.781, de promoción de las inversiones internas.
- III- El decreto N° 5.339/63: Prioridad de equipamiento para los proyectos de instalación y/o ampliación de plantas industriales.
- IV - El decreto N° 3.113/64 : Nuevas franquicias de promoción
- V - Las circulares RC 196 y 238 del Banco Central, del 20/11/1964 y 23/7/1965 respectivamente.
- VI - Las últimas modificaciones al régimen financiero de pagos para las importaciones de bienes de capital: La circular R.C. 328 del Banco Central.
- VII - El decreto N° 5.364, que crea el servicio de promoción de inversiones externas (del 26/7/1967).
- VIII- Las desgravaciones impositivas establecidas por el artículo 81 de la ley N°11.682
- IX - Consideraciones finales relativas a los aspectos legales e impositivos

CAPITULO IX

CONCLUSIONES

Apendice al capítulo VIII

Bibliografía

Indice General