



Banco Nación

**El proceso de vaciamiento de Vicentin SAIC. Un
análisis reciente de las transformaciones de su
estructura corporativa, la dinámica financiera y el
intercambio comercial**

Informe Final

Dr. Alejandro Gaggero

Dr. Gustavo García Zanotti

El proceso de vaciamiento de Vicentin SAIC. Un
análisis reciente de las transformaciones de su
estructura corporativa, la dinámica financiera y el
intercambio comercial

Alejandro Gaggero

Gustavo García Zanotti

Índice general

I	Introducción, resumen ejecutivo y apartado metodológico	5
1	Introducción y resumen ejecutivo	6
1.1	Resumen ejecutivo	8
2	Apartado metodológico	12
2.1	Vaciamiento corporativo	16
2.2	Vaciamiento financiero: fuentes y destino del financiamiento	17
2.2.1	Fuentes de financiamiento	17
2.2.2	Destino del financiamiento	22
2.2.2.1	Composición de los activos	22
2.2.2.2	Principales destinos del financiamiento y el excedente de las empresas	24
2.3	Vaciamiento en el comercio exterior: precios de transferencia	29
2.3.0.1	Price Filter	31
2.3.0.2	Sexto Método	33
II	Vaciamiento corporativo	38
3	Cambios en la estructura corporativa	39
3.1	La expansión del grupo Vicentin	39
3.2	Concentración y diversificación a partir de los años noventa	40
3.3	Desdoblamiento e internacionalización de la estructura corporativa	41
3.4	Los accionistas de las empresas controlantes y sus emprendimientos paralelos	49
3.5	Reestructuración corporativa y precios de transferencia: opacidad en la información contable	49
4	El caso de Terminal Puerto de Rosario	52

III	Vaciamiento financiero	58
5	Financiamiento y su destino	59
5.1	Continuidades en su comportamiento y performance	60
5.1.1	Fuentes de financiamiento	60
5.1.1.1	Ganancias operativas	60
5.1.1.2	Endeudamiento	63
5.1.2	Fuentes prioritarias de financiamiento y su destino	65
5.1.3	Destino del financiamiento	66
5.1.3.1	Inversiones financieras	66
5.1.3.2	Inversión productiva	67
5.1.3.3	Composición de los activos	68
5.2	Rupturas en las fuentes y destino en el financiamiento a partir de 2019-2020	69
5.2.1	Fuentes de financiamiento	71
5.2.1.1	Endeudamiento	71
5.2.2	Fuentes y destinos del financiamiento	74
5.2.3	Destino del financiamiento	76
5.2.3.1	Composición de los activos	76
6	Cáscaras uruguayas	79
6.1	Funcionamiento financiero de la Sucursal en Uruguay	79
6.1.1	Activos de la Sucursal	80
6.1.2	Pasivos y patrimonio neto de la Sucursal	81
6.1.3	Resultados de la Sucursal	83
6.2	Préstamos intra-firma en el Holding uruguayo	84
6.2.1	Nacadie Comercial S.A.	86
6.2.2	Vicentin Family Group	87
6.2.3	VFG Inversiones y actividades especiales S.A.	88
6.2.4	Industria Agroalimentaria Latam S.A.	89
IV	Vaciamiento en el comercio exterior: precios de transferencia	90
7	Comercio exterior y precios de transferencia	91
7.1	Comercio intra-firma	92
7.2	Comercio exterior	96
7.2.1	Exportaciones de Vicentin SAIC	96
7.2.1.1	Exportaciones en los años 2019 y 2020	97
7.2.2	Importaciones de Vicentin SAIC	99

7.2.3	Exportaciones de productos de Vicentin SAIC a través de empresas relacionadas	104
7.2.4	Modificaciones en el pago de impuestos por parte de Vicentin SAIC	107
7.3	Cálculos de precios de transferencia en el comercio intra-firma	108
7.3.1	Evolución de los precios de transferencia del Grupo	109
7.3.2	Evolución por empresa de la fuga de capitales a través de precios de transferencia	110
7.3.3	Precios de transferencia por destino de la mercadería exportada	111
7.3.4	Precios de transferencia por productos transados	112
7.3.4.1	Precios de transferencia en forma comparativa con empresas del sector: el caso de la harina de soja	113

Sobre los autores:

Alejandro Gaggero

Es Doctor en Ciencias Sociales (UBA), Magister en Generación y Análisis de Información Estadística (UNTREF-INDEC) y Licenciado en Sociología. Actualmente se desempeña como investigador del CONICET con sede en IDAES-UNSAM, donde coordina el Centro de Estudios Sociales de la Economía (CESE). Especialista en temas de sociología económica y economía política, su principal línea de investigación analiza las transformaciones de los grandes grupos empresariales argentinos desde la restauración democrática hasta la actualidad. Es docente de grado y posgrado en UBA, UNSAM y UNQUI.

Gustavo García Zanotti

Es Licenciado en Economía por la Universidad Nacional de Rosario (UNR) y Doctor en Desarrollo Económico por la Universidad Nacional de Quilmes. Actualmente se desempeña como Becario Post-Doctoral del CONICET en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística (UNR) y como docente universitario de la materia de Economía Política de la Facultad de Derecho (UNR). Su línea de investigación aborda el estudio de trayectorias de empresas y empresarios.

Parte I

Introducción, resumen ejecutivo y
apartado metodológico

Capítulo 1

Introducción y resumen ejecutivo

El documento presenta el informe final de la investigación sobre el proceso de vaciamiento de la empresa Vicentin SAIC. Se analizaron tres dimensiones específicas de este fenómeno vinculadas a: a) las transformaciones en su estructura corporativa, b) la dinámica financiera y c) el intercambio comercial a través del estudio de los precios de transferencia. El trabajo busca ser un aporte para una caracterización general de la severa crisis que se desencadenó en este grupo agroindustrial durante el año 2019 y que derivó en su concurso preventivo de acreedores.

La importancia del objetivo de la investigación se ve acrecentada por el rol que ha tenido Vicentin SAIC para la economía argentina. En efecto, la empresa ha sido un actor central en el mapa agroindustrial del país y durante las últimas dos décadas llevó adelante una importante diversificación de sus actividades. Ha tenido también un desempeño ascendente como exportador, factor que lo ha protegido -e incluso beneficiado- de las crisis económicas que atravesó el país hasta la gestión presidencial de Mauricio Macri.

La necesidad de analizar la trayectoria del grupo Vicentin se justifica también por las consecuencias que deja su crisis financiera, tanto para el conjunto de acreedores - que incluye a organismos públicos, entidades financieras nacionales e internacionales y un importante número de productores agropecuarios, entre otros actores- como para el entramado productivo que depende del funcionamiento de la firma. La historia económica de Argentina cuenta con un largo listado de grandes grupos económicos cuya quiebra derivó en un perjuicio muy importante para las arcas públicas y los actores más débiles de la cadena, al mismo tiempo que los responsables empresariales lograron eludir las consecuencias legales y económicas de sus acciones.

Esta investigación, debido a los objetivos propuestos, enfrentó importantes desafíos metodológicos. El más relevante se vinculó a las fuentes de información disponibles para analizar las estrategias y desempeños de un grupo empresarial como Vicentin. Cabe destacar que las dimensiones analizadas coinciden con fenómenos que las firmas buscan mantener invisibilizados, ya sea porque se vinculan a prácticas ilegales, o ya sea porque siendo legales implican consecuencias negativas para la economía del país. Es sabido tam-

bién que Argentina cuenta con pocas fuentes institucionales consolidadas para analizar el desempeño a nivel firma.

A pesar de estas limitaciones la investigación logró utilizar fuentes de datos diversas que no suelen estar disponibles en la producción académica sobre fenómenos recientes. En primer lugar, se accedió a los balances de algunas de las principales empresas del grupo radicadas en Argentina y que no cotizan en la bolsa de comercio: Vicentin SAIC, Algodonera Avellaneda, Friar y Renova. La obtención de estos materiales permitió sistematizar la información contable y reconstruir el proceso de inversión y desinversión del grupo y la relación entre las distintas firmas que lo integran, y también habilitó un análisis del desempeño de Vicentin durante el período estudiado.

La financiarización de la economía ha generado importantes transformaciones en las estructuras tradicionales de los grupos económicos locales. Vicentin no estuvo al margen de ese proceso, muy por el contrario, la investigación analiza en profundidad la internacionalización de su estructura corporativa durante la última década. Este fenómeno torna insuficiente el análisis de fuentes vinculadas solamente a las actividades desarrolladas en Argentina para entender el desempeño de la organización. Por ello resultó central el acceso a los balances de las empresas *holding* que el grupo creó en Uruguay: Vicentin Family Group, VFG Inversiones y Actividades Especiales, Nacadie Comercial e Industria Agroalimentaria Latam. La utilización de estos documentos -usualmente no disponibles- permitió analizar algunos aspectos del vínculo comercial y financiero entre las firmas locales y extranjeras del grupo. Además de los balances se recurrió a otras fuentes institucionales, como los folletos de emisiones corporativas de Vicentin SAIC.

Para analizar la dimensión comercial del vaciamiento se recurrió a una base de datos con información de comercio exterior de empresas sudamericanas (Softrade), fuente que permitió aplicar distintas herramientas metodológicas (principalmente el sexto método) para evaluar la manipulación de precios de transferencia en las exportaciones del grupo.

La investigación también utilizó como insumo fuentes de información alternativas, que resultaron centrales para superar la opacidad de los balances. En primer lugar, se encontró una causa judicial en el exterior que involucra a empresas del grupo y que permitió reconstruir hechos no informados en los estados contables. También se recurrió a valiosos informes de organismos públicos argentinos, como la Sindicatura General de la Nación, la Inspección de Personas Jurídicas de Santa Fé y la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia. Por último cabe mencionar la realización de cuatro entrevistas a académicos y a funcionarios de áreas específicas.

Para la exposición de los resultados de la investigación se dividió al documento en cuatro partes. La primera está compuesta por la introducción, el resumen ejecutivo y el apartado metodológico (en el cual se explicitan las principales definiciones conceptuales y la estrategia metodológica que se adoptará a lo largo de la investigación). Las otras tres partes se corresponden a cada una de las dimensiones analizadas, que a su vez es-

tán divididos en capítulos que tratan aspectos específicos. La segunda parte analiza las transformaciones en la estructura corporativa del grupo durante los últimos años referidas al vaciamiento de Vicentin SAIC, estudiando con más detalle las compras y ventas de participaciones en la firma Terminal Puerto de Rosario. La tercera reconstruye las fuentes de financiamiento de las distintas empresas de Vicentin (incluidos los préstamos intra-grupo) y sus destinos, prestando especial atención a lo ocurrido durante el declive final de la firma. La cuarta parte, por último, analiza la evolución del comercio exterior de las distintas empresas del grupo e indaga sobre la existencia de precios de transferencia.

1.1 Resumen ejecutivo

A partir del análisis de los balances y de otras fuentes institucionales de las empresas se pudo reconstruir la trayectoria del grupo Vicentin en lo referido a algunas dimensiones de las transformaciones en su estructura corporativa, la dinámica financiera y el intercambio comercial a través del estudio de los precios de transferencia. Como puntos más salientes del trabajo cabe señalar:

1. Un proceso de vaciamiento corporativo que incluyó:
 - (a) Creación de empresas en el exterior. Durante la posconvertibilidad el grupo instaló filiales y empresas controladas -una parte de ellas en países de baja tributación- que tuvieron un rol muy importante en el comercio y financiamiento intra-grupo: Vicentin SAIC (Sucursal Uruguay), Vicentin Paraguay, Vicentin Europa, Tastil, entre otras.
 - (b) Cambios en la estructura corporativa. A partir de 2013 el grupo Vicentin llevó adelante un desdoblamiento e internacionalización de su estructura empresarial. Como parte de ese proceso:
 - Se crearon las siguientes empresas *holding* en Uruguay: Vicentin Family Group, VFG Inversiones y Actividades Especiales, Industria Agroalimentaria Latam y Nacadie Comercial.
 - Estas empresas fueron adquiriendo participaciones en firmas del grupo que hasta ese momento estaban controladas por Vicentin SAIC (Argentina) y otras que se fueron sumando durante la gran diversificación que se produjo durante la posconvertibilidad.
 - La dinámica de este proceso de vaciamiento de Vicentin SAIC en detrimento de la estructura paralela -controlada principalmente por Vicentin Family Group- fue especialmente intensa en los años 2014 y 2017.
 - El desdoblamiento de la estructura corporativa les permitió a los accionistas vender las participaciones de algunas de las principales empresas

del grupo -como Renova y Friar- luego de que Vicentin SAIC entrara en concurso de acreedores. Lo ocurrido con Friar es un ejemplo de esta trayectoria: Vicentin compró la firma en 2004, y años después vendió el 99% a los *holdings* uruguayos Nacadie y VFG Inversiones y Actividades Especiales, conservando apenas el 0,4%, lo cual le permitió a sus propietarios transferir casi la totalidad de la firma en agosto de 2020 a pesar de las restricciones impuestas por la causa judicial.

(c) Compra-venta de empresas y operaciones intra-grupo:

- Las operaciones se caracterizaron por la opacidad de la información consignada en los balances. Sólo en algunos casos se informó el monto involucrado en las ventas, que fueron realizadas a precios muy superiores a los valores en libros.
- El grupo no informó en sus balances transferencias de acciones muy relevantes a nivel patrimonial. En el caso Terminal Puerto de Rosario (TPR), no se consignó la compra en 2012 del 30% de la empresa, que implicó la transferencia al exterior de casi U\$S 9 millones a un empresario español condenado por lavado de dinero (Jordi Pujol Serrusola). Tampoco se consignó en el balance la venta en 2017 del 20% de TPR -una participación que no había informado poseer- a una empresa chilena.
- Las actas del Directorio muestran que Vicentin SAIC compró y vendió participaciones de empresas con pocos días de diferencia. Por ejemplo, compró el 100% de Playa Puerto el 24 de octubre de 2017 y en el transcurso de tres días vendió el 89,5% a dos empresas distintas, una de ellas controlada por Vicentin Family Group.
- El proceso de vaciamiento dejó a Vicentin SAIC con participaciones minoritarias en diversas empresas, pero asumiendo ciertos compromisos por ellas, como por ejemplo salir como garante en sus préstamos. En el caso de TPR, Vicentin compró la mayoría accionaria entre los años 2010 y 2012 a empresas que actualmente figuran como acreedores en la causa judicial con pasivos que, a principios de 2020 todavía superaban los \$ 150 millones.

2. Vaciamiento financiero

(a) El grupo en general como Vicentin SAIC en particular tuvieron una performance sobresaliente en los últimos años, reflejada tanto en sus ventas, ganancias como en su patrimonio neto. Esto posibilitó una serie de prácticas especulativas tales como:

- Un creciente endeudamiento de las distintas empresas del grupo económico concentrado en pocos acreedores. En el caso de Vicentin SAIC, el aumento

de pasivos financieros se llevó adelante de forma desfasada a la generación de fondos propios.

- Una mayor prioridad en las inversiones financieras (explicadas por compras de empresas ya existentes) y de activos líquidos en detrimento de la inversión productiva. Este fenómeno se produjo en un contexto de ganancias crecientes. Por lo tanto, podríamos hablar de una escasa y reducida reinversión de las utilidades.
 - La realización de préstamos financieros intra-firma que tuvieron como protagonistas a las cáscaras en Uruguay. Estas movilizaron fondos al extranjero que permitirían pensar a estos como una forma de salidas de capitales.
 - La Sucursal en Uruguay se constituyó como un intermediario de intensos flujos comerciales y financieros. Sus activos, pasivos y resultados mostraron operaciones regulares de préstamos intra-firma, formación de activos externos (entre ellas a través de la tenencia de cuentas bancarias en el extranjero) e ingresos y gastos que pueden constituir un elemento de sospecha respecto a la fuga de capitales realizada por la misma.
- (b) Entre finales de 2019 y principios de 2020 el vaciamiento se aceleró. El patrimonio neto de Vicentin SAIC cayó drásticamente una vez presentados los libros en el Concurso de acreedores. Este proceso se pudo visualizar en:
- Las diversas cuentas bancarias de Vicentin SAIC comenzaron a poseer saldos negativos debido a que los retiros superaron a los depósitos. Como consecuencia, las deudas por giros al descubierto se generalizaron en los últimos meses de 2019 y principios de 2020.
 - Si bien las deudas financieras no se incrementaron en dichos meses se produjeron movimientos particulares. Entre estos, la Sucursal que se había endeudado con diversos bancos internacionales, trasladó estos pasivos a Vicentin SAIC. Además, se produjo la cancelación de algunos préstamos con la banca internacional gracias a la venta de activos.
 - Los activos y pasivos comerciales comenzaron a mostrar saldos que no le corresponden. En particular, se registraron como activos transacciones que en realidad tuvieron un saldo desfavorable para Vicentin. Esto se debió principalmente al registro de subcuentas dentro de los mismos que perjudicaron su situación patrimonial. Entre estas se encontraron saldos con la Sucursal que explican en parte tal situación, sin embargo, las mismas plantean serias incógnitas. Como fruto de observar la evolución de estas partidas existió un llamativo crecimiento de las deudas comerciales sin el consiguiente incremento de los activos del mismo tipo. De esta forma, se produjo una pérdida de liquidez y del capital de trabajo de la empresa.

3. Vaciamiento comercial: precios de transferencia en las transacciones intra-firma

(a) Vicentin SAIC mostró las mayores exportaciones de su historia en el año 2019.

Estas estuvieron sustentadas en:

- Ventas con bajo valor agregado explicadas por la harina y el aceite de soja, así como por un incremento en los últimos años de bienes no tradicionales en la exportaciones de Vicentin SAIC, tales como maíz en grano y el trigo.
- Una modificación en la regulación comercial que habilitó las importaciones temporarias durante la etapa del gobierno de Cambiemos. Como consecuencia, Vicentin SAIC resultó ser la firma más favorecida con tal política dado que se constituyó en la mayor importadora de porotos de soja de la Argentina. Esta práctica tuvo consecuencias impositivas dado que las importaciones pudieron ser deducidas del pago de los derechos de exportación.

(b) En el año 2020, Vicentin SAIC se vio imposibilitada de vender al exterior su producción. En este contexto, emergieron nuevos exportadores que incrementaron sustancialmente su comercialización al extranjero y que podrían esconder acuerdos tácitos con la compañía.

(c) Diversas empresas relacionadas adquirieron producción de Vicentin SAIC que luego fueron exportadas a través de la Sucursal. Es decir, estamos hablando de un “pasamanos” ya que en última instancia los bienes fueron adquiridos por la misma empresa que los vendió.

(d) Los precios de transferencia en el comercio durante el año 2019 totalizaron una subfacturación de US\$ 82 millones por parte del Grupo Vicentin, de los cuales, US\$ 76 millones fueron explicados por Vicentin SAIC. Este último monto fue reflejado por las exportaciones de harina y pellets de soja, aceite de soja y maíz en grano. Además, se visualizaron algunos ascensos significativos en el tratamiento de precios de transferencia en los años 2008 y 2016 por unos US\$ 249 millones y 114 millones, respectivamente.

Por último, las importaciones concretadas por Vicentin SAIC se realizaron a un valor de sobrefacturación que acumularon unos US\$ 56 millones en el año 2018 y 11 millones en 2019. Sin embargo, estos montos no fueron contabilizados como fuga de capitales dado que no formaron parte del comercio intrafirma, aunque bien podrían comprender una posible práctica especulativa en el comercio exterior.

Capítulo 2

Apartado metodológico

Introducción

El desarrollo del trabajo se encuentra estructurado en tres apartados: 1) el vaciamiento corporativo, 2) el vaciamiento financiero, y 3) el vaciamiento a través del comercio exterior y los precios de transferencia. Como consecuencia de ello, dividiremos el presente capítulo metodológico de igual modo para explicar el significado y las implicancias económicas de cada uno de estos fenómenos.

Cabe destacar que si bien cada proceso mencionado posee sus propias particularidades y especificidades, estos se relacionan mutuamente y se complementan. De esta forma, la división realizada comprende más bien una reducción analítica por parte de los autores.

En relación a este punto, la utilización de filiales en guaridas fiscales comprendió un factor en común en los tres tipos de vaciamientos mencionados.

Guaridas Fiscales

Denominamos como guarida fiscal a todo “lugar que procura atraer negocios ofreciendo instalaciones políticamente estables que ayudan a personas o entidades a eludir reglas, leyes y regulaciones en otras jurisdicciones” (Shaxson 2014, , p. 32-33). Las principales características que poseen dichos espacios extraterritoriales son: bajas tasas impositivas, elevados niveles de secreto bancario, predominio del sector financiero, ausencia de controles de capitales, elevados grados de desregulación en la actividad financiera, falta de transparencia y cooperación en el intercambio de información, etc. (OCDE 1996).

Al hablar de empresas *offshore* nos remitimos a personas jurídicas constituidas en espacios extraterritoriales. En términos jurídicos estas empresas se las suele conocer como *Special Purpose Entity* (SPE) e incluyen a empresas *holding*, *conduit*, filiales financieras, sedes regionales, etc. Es decir, son empresas cáscaras que poseen como función mantener participaciones en empresas en espacios (extra)territoriales, otorgar y recibir préstamos, o detentar la función de oficinas de gestión, ser de intermediarios comerciales, etc. (OCDE

2008). Las cáscaras en términos físicos comprenden únicamente un código postal. En la mayoría de los casos, dichas estructuras se encuentran registradas en un edificio de oficina perteneciente a una corporación dedicada a la actividad de servicios empresariales. En este sentido, al interior de las mismas, no se realiza ningún procesos productivo, y por ende, no poseen trabajadores (en el mejor de los casos poseen una plantilla muy reducida que se encuentra especializada en tareas de administración), ni capital fijo.

La lista de países clasificados como guaridas fiscales se encuentra en constante cambio. La OCDE¹ ha reducido sustancialmente el número de países que son considerados como tales, al punto de contar únicamente con un único país en su lista (Trinidad y Tobago) (Mitchell 2017). En este sentido no existe consenso internacional en lo que respecta a la definición y clasificación de guaridas fiscales. La Agencia Federal de Ingresos Públicos (AFIP) de la Argentina considera como jurisdicciones cooperantes a los países donde su respectiva agencia tributaria realiza intercambios de información financiera². Por la negativa, el resto de países que no integran dicha lista podrían considerarse como guaridas fiscales. Por otro lado, así también, se entiende como guarida fiscal a toda jurisdicción que posea una tasa tributaria menor que 60% de lo que sería efectivamente tributado en Argentina (Ley 27.430 agregados al ART 15 de la Ley de Impuestos a las ganancias).

Otra fuente confiable de datos sobre los listados de guaridas fiscales son elaborados por la organización *Tax Justice Network* a través del informe de *Financial Secrecy Index*, el cual cuenta con un exhaustivo ranking con los países de mayor secretismo financiero (así como una explicación detallada de la función que cumple cada una de estas guaridas en el sistema financiero internacional). Desde ya, debemos estar atentos a las diversas jurisdicciones que podrían escapar del radar teniendo en cuenta las particularidades en las prácticas de empresas internacionalizadas en Argentina. En especial, las empresas en Argentina suelen incorporar filiales en países tales como Uruguay y España, dado que estos han liberalizado sus normas durante las últimas décadas para atraer capitales (véase Deloitte 2016, Tax Justice Network 2015). Es decir, estos países son utilizados como guaridas fiscales al existir leyes laxas respecto a la movilidad de capitales, así como también, disponen de bajas o nulas tasas impositivas.

La utilización de las guaridas fiscales comprenden:

1. Ingreso de capitales: Una función básica de las cáscaras en guaridas fiscales consiste en canalizar inversiones hacia espacios territoriales. La forma en que concretan dichas inversiones pueden ser diversas y dependerá de la estrategia de acumulación que quiera establecer la empresa en cuestión. En este sentido, resulta clave reconocer el tipo de relación jurídica que se establece entre la filial en una guarida fiscal y la filial en espacio territorial. El ingreso de capitales podrá canalizarse a través de:

¹Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

²Véase la lista en línea: <http://www.afip.gob.ar/jurisdiccionesCooperantes/#ver>

- (a) aportes de capital: la filial en espacio extraterritorial incrementa el capital social de la filial en espacio territorial. En este caso, el patrimonio neto de la filial en espacio territorial se incrementará para hacer uso de dichos fondos con el fin de concretar diversas inversiones (físicas o financieras). De esta forma, se establece una relación de propiedad entre las filiales, donde la filial en espacio extraterritorial ejerce la figura de propietaria.
 - (b) préstamos intra-firma: la inversión deviene en deuda. De esta forma, la filial en espacio extraterritorial otorga préstamos a la filial en espacio territorial de forma de financiar su estrategia de acumulación. La relación acreedor-deudor se presentará como predominante.
 - (c) compra de empresas ya existentes: una forma de invertir consiste en adquirir empresas ya existentes por medio de cáscaras en guaridas fiscales. Desde ya, al igual que el caso antes mencionado, la relación predominante comprenderá la propiedad entre las filiales en espacios extraterritoriales y la filial en espacio territorial. Las ventajas de utilizar estas cáscaras de tipo *holding* en las guaridas fiscales pueden ser múltiples. En primer lugar, permitirán captar los dividendos girados por las filiales en espacios territoriales. En segundo lugar, las estructuras *holding* podrán concretar ganancias patrimoniales en caso de deshacerse de las participaciones adquiridas. Por lo tanto, dado que el capital accionario se encuentra en una guarida fiscal, los fondos obtenidos por la venta, también se alojarán en el mismo dominio.
2. Salidas de capitales: una de las funciones de las cáscaras comprende la captura y redistribución de ingresos desde espacios territoriales hacia espacios extraterritoriales. Sin embargo, no existe fuga de capitales sin inversión previa. Las salidas de capitales comprenden un tipo de relación entre las filiales del mismo conglomerado:
- (a) de propiedad: como consecuencia de ello, la filial *holding* en una guarida fiscal posee el derecho a adquirir los fondos provenientes de la distribución de dividendos. Es por ello que las multinacionales generalmente establecen a una sociedad en una guarida fiscal como accionista principal de la filial en espacio territorial. De esta forma, la sociedad relacionada que cumple la función de accionista controlante de la filial en espacio territorial, concentra los flujos de salidas de divisas por los dividendos distribuidos.
 - (b) financieras: en este caso la cáscara en una guarida fiscal capturará rentas financieras que provenientes de filiales en espacios territoriales. En caso que la relación existente entre las sociedades del mismo conglomerado extranjero sea de acreedor-deudor, las rentas financieras podrán constituirse en intereses ganados. Por otro lado, la filial en una guarida fiscal podrá hacerse de fondos

de la filial en espacio territorial a través de la formación de activos externos. Como consecuencia de ello, los fondos podrán obtener rendimientos en el exterior. Por último, en caso que una filial del mismo conglomerado en una guarida fiscal venda sus participaciones de una empresa a la filial en espacio territorial, aquella podrá realizar ganancias patrimoniales.

- (c) comercial: en este caso el comercio intra-firma será canalizado a través de filiales en guaridas fiscales con el fin de realizar precios de transferencia. Actualmente gran parte del comercio mundial se lleva a cabo en forma intra-firma. Aproximadamente el 60% del comercio mundial se desarrolla en forma intra-firma (Rúa 2014). Además, las cáscaras en guaridas fiscales serán las encargadas de centralizar el comercio intra-firma. A esto hay que sumarle la comercialización de servicios y licencias entre filiales del mismo conglomerado. Cabe destacar, según las entrevistas del CIAT (Centro Interamericano de Administraciones Tributarias) realizadas a la agencia tributaria local (AFIP), los precios de transferencia son la forma más común en la utilización de las guaridas fiscales. Así mismo, AFIP destaca en las mismas consultas que los sectores exportadores en general como el sector agro-exportador en particular, poseen un elevado riesgo en la manipulación de los precios de transferencia como una forma de fuga y evasión (CIAT 2019).
3. Realización de ganancias patrimoniales: En este caso el objetivo comprenderá la compra-venta de empresas. En este sentido, se buscará obtener un diferencial de precio entre dichas operaciones. A través de la relación de propiedad, el valor de la sociedad *holding* en espacio extraterritorial resultará ser el mismo que el valor de la filial en espacio territorial. Al enajenar la sociedad *holding* en espacio extraterritorial, la empresa venderá la filial en espacio territorial. La ventaja de este tipo de operación se encontrará en que las estructuras *offshore* adquirirán los fondos de la venta sin que estos toquen dominios territoriales.
 4. Seguridad jurídica: Una ventaja de utilizar estructuras de tipo *holding* en guaridas fiscales consistirá en poder cubrirse judicialmente ante posibles reclamos. La jurisdicción más débil en regulación se impone a la más fuerte. Es decir, las empresas *offshore* podrán realizar exportaciones e importaciones de jurisdicción dependiendo la conveniencia. Por ello, las empresas poseen un sinnúmero de estructuras de tipo *holding* en dominios extraterritorial, las cuales se controlan entre sí. Esto le permitirá la posibilidad de deslindarse de cualquier responsabilidad y reclamo, en caso de existir causas judiciales en torno a problemas medio-ambientales, laborales, financieros o tributarios, etc. La empresa en cuestión responderá únicamente con los activos que se encuentren en los dominios territoriales. De esta forma, se torna imposible para una jurisdicción territorial avanzar en reclamos económicos sobre una jurisdicción

extraterritorial dado que las cáscaras no poseen activos más que los que controlan.

2.1 Vaciamiento corporativo

Por medio de la compra-venta de empresas en forma intra-grupo se produciría un relativo vaciamiento de una parte del grupo o conglomerado económico para estimular el crecimiento de otras partes del mismo. Ergo, el vaciamiento corporativo consiste en la compra-venta de participaciones en empresas entre empresas relacionadas que conforman el mismo grupo económico. Como resultado, ciertas partes del mismo ganarán peso en la estructura corporativa en detrimento de otras. Es decir, se producen cambios de propiedad que alteran las relaciones entre ellas. Sin embargo, el objetivo principal de estas operaciones comprende el vaciamiento de determinados *holdings* del grupo para favorecer a otras partes relacionadas. Entendamos que el grupo económico o conglomerado comprende un conjunto de empresas mediadas por relaciones de propiedad entre ellas. Los accionistas del grupo o conglomerado se constituyen en la cabeza de la estructura corporativa y que estos a su vez controlan diversas empresas tipo *holding* las cuales establecen sucesivas relaciones de propiedad con empresas que efectivamente detentan actividades en la economía real.

La conveniencia y consecuencias de dichas prácticas pueden ser múltiples:

En primer lugar, al igual que ocurre con los precios de transferencia en los bienes exportados, la compra-venta de empresas entre firmas del mismo grupo o conglomerado podría realizarse por debajo (encima) de su valor de forma de trasladar riqueza, e incluso, con el fin de que estas transacciones constituyan una salida de capitales. Este último caso se produciría, o bien, cuando la parte compradora radicada en Argentina adquiere una firma a un elevado precio a un controlante en el extranjero; o cuando esta misma parte realiza una operación de venta a un precio muy bajo a la parte relacionada en el exterior. En este caso, por medio de los procesos de compra-venta, las diversas partes obtienen ganancias o pérdidas patrimoniales dependiendo la diferencia producida entre su valuación contable y la operación realizada. Desde ya, la parte vendedora que se constituye como perdedora, contabilizará pérdidas contables.

En segundo lugar, la parte del grupo o conglomerado vendedora resultará debilitado ya que renunciaría a ingresos futuros. Además, el pago de obligaciones de la empresa en cuestión podría dificultarse dado que no detentaría los mismos recursos que con anterioridad. Los reclamos por deudas financieras, salariales, fiscales, etc., cambiarían de responsabilidad. En caso que la parte compradora se trate de una cáscara en una guarida fiscal, nos hablaría del grado de responsabilidad que el grupo o conglomerado pretende asumir ante tales compromisos.

En tercer lugar, la parte vendedora de dichos activos, podría destinar dichos ingresos a alimentar prácticas especulativas, desvinculadas al devenir productivo, como pueden ser:

distribución de dividendos, compras de activos financieros, préstamos intra-firma, etc. En este punto, incluso podrían desarrollarse nuevas prácticas de fuga de capitales que reproducen su vaciamiento. Estos capitales fugados podrían ser destinados al exterior en aquellos *holdings* del grupo o conglomerado que buscan ser fortalecidos.

En cuarto lugar, el rol que asumen las cáscaras en guaridas fiscales puede ser notorio. En este caso los *holdings* suelen ser constituidos en dichos espacios extraterritoriales. Las transacciones intra-grupo, incluyendo a la compra-venta de empresas, suelen beneficiar a estos últimos en detrimento de las empresas en espacios territoriales. En este sentido, las ganancias patrimoniales por ventas y/o compras de empresas por debajo de su valor pueden ser ejercidas desde dichas cáscaras.

2.2 Vaciamiento financiero: fuentes y destino del financiamiento

2.2.1 Fuentes de financiamiento

Las empresas poseen dos formas de financiar los destinos de sus fondos:

1. **Auto-financiamiento:** En este caso la empresa destinará fondos propios que le pertenecen, y por lo tanto, no significarán una devolución en un futuro. Estos fondos a su vez pueden provenir de:

A. Por medio de su propia ganancia. En este caso la empresa hará frente a sus diversos destinos con ganancias acumuladas de períodos pasados.

¿Dónde puedo encontrar la ganancia de la empresa en el balance contable?

La ganancia de la empresa por su actividad principal es representada en los balances contables a través de los denominados “resultados operativos” dentro del Estado de Resultado del Balance.

Indicadores de rentabilidad:

$$ROA = \frac{\text{Resultados Operativos}_t}{\text{Activos}_t}$$

Este indicador nos muestra la relación entre la ganancia de la empresa por su actividad principal sobre los activos invertidos por la misma.

A la hora de emplear este indicadores deberán ser tenidas en cuenta ciertos recaudos en su análisis:

1. El **nivel** y la **evolución** de la rentabilidad dependerá de la posición competitiva de la empresa, el *markert share*, la eficiencia de los costos, las estrategias empresariales, la situación macroeconómica, etc. Gran parte de estos puntos suelen describirse con precisión en las memorias de los balances.

2. La **comparabilidad** entre empresas dependerá de la composición de los activos, los niveles de inversión, el capital de trabajo que poseen las distintas ramas de actividad. Por ende, no es posible realizar una comparación entre empresas de diferentes sectores. Las diversas guías de precios de transferencia (ver más abajo) aconsejan la comparación de la rentabilidad entre empresas de un mismo sector. De ser posible, entre empresas que posean un elevado nivel de internacionalización (p ej multinacionales) y otras con un menor grado. Bajo este punto, el acceso a la información se torna indispensable para emprender dicha tarea. Los países en desarrollo poseen múltiples problemas para disponer de suficiente información.
3. Los **precios de transferencia** pueden alterar la evolución de la rentabilidad. En caso que la empresa en cuestión subfacture su exportación, la rentabilidad de la misma será menor. Bajos ratios de rentabilidad en comparación a competidores podrían ser un indicio de la realización de precios de transferencia.

B. Desinversión. La empresa en cuestión podrá auto-financiar los diversos destinos de su financiamiento a través de la venta de activos que considera poco estratégicos. Es decir, los fondos provenientes de una desinversión son destinados a la adquisición de activos valiosos para la empresa. La estrategia de desinversión suele ser utilizada por las corporaciones en aquellos contextos donde la misma deberá afrontar grandes desembolsos, ya sean por la compra de participaciones en empresas, o debido a su situación patrimonial, producto al elevado endeudamiento.

¿Dónde puedo encontrar la desinversión de una empresa en el balance contable?

La desinversión podrá encontrarse en los balances contables en el flujo de caja a través de la disminución de inversiones permanentes o de otros activos.

C. Mercado de capitales. La firma podrá emitir acciones en el mercado de capitales. En este caso, deberá estar dispuesta a la presencia de nuevos accionistas, los cuales pueden llegar a disputar poder político sobre los viejos accionistas. Es por ello que en muchos casos las compañías son reticentes a realizar dichas operaciones.

¿Dónde puedo encontrar la emisión de acciones de una empresa en el balance contable?

La emisión de acciones podrá encontrarse tanto en el flujo de caja dentro de las actividades de financiamiento como en el estado de evolución del patrimonio neto.

D. Aportes de capital. En este caso la empresa controlante aumentarán el capital social (patrimonio neto) a través de aportes en dinero en efectivo o en bienes. Los giros de utilidades comprenderán la remuneración a la relación de propiedad producto a dichos aportes. Por otro lado, cabe aclarar que los accionistas podrían decidir realizar una

disminución de capital. Esta última práctica constituye una remuneración encubierta a estos.

¿Dónde puedo encontrar los aportes de capital a una empresa en el balance contable? Los aportes de capital podrán encontrarse tanto en el flujo de caja dentro de las actividades de financiamiento como en el Estado de evolución del patrimonio neto.

2. Préstamos (endeudamiento): estos son efectuados cuando la empresa obtiene obligaciones financieras. A su vez el endeudamiento puede provenir del:

A. Sistema financiero. En este caso un Banco destinará fondos a la empresa a través de una línea de crédito. En reiteradas oportunidades las grandes empresas obtienen préstamos sindicados. Esto ocurre cuando el préstamo es demasiado abultado para ser solventado por una única entidad financiera. En estos casos se recurrirá a un consorcio de bancos para hacer frente al destino del financiamiento de la empresa.

B. Mercado de capitales. Las empresas podrán emitir deuda a través de bonos corporativos. En este caso los acreedores se encontrarán pulverizados en múltiples manos.

Cabe destacar que la titularización de las deudas puede ocultar al acreedor. Los cambios de manos de los bonos corporativos podrían otorgar ganancias patrimoniales a los acreedores. Además estos bonos podrían ser susceptibles de prácticas de salidas de capitales hacia el exterior.

C. Préstamos intra-firma: la empresa en cuestión accederá a una línea de préstamo proveniente de otra empresa del mismo grupo o conglomerado económico. En este caso tanto el deudor como el acreedor se encuentran controladas por el mismo propietario.

Gran parte de los préstamos intra-firma son realizados a través de cáscaras en países de baja tributación. Dichas cáscaras ordenan y centralizan los movimientos comerciales y financieros de las empresas internacionalizadas. Estos capitales poseen lógicas especulativas con poca predisposición para contribuir al desarrollo productivo. En este punto, los mismos podrían transformarse en un negocio financiero que devienen en generador de rentas financieras.

Además, las firmas apostadas en guaridas fiscales propician la evasión, la elusión y la fuga de capitales. Generalmente los entramados en guaridas fiscales permiten centralizar las salidas especulativas de capitales. Las filiales en espacios extraterritoriales comprenden una verdadera ingeniería financiera al servicio de las corporaciones y del capital financiero internacional. Los pagos de intereses reducen las ganancias y erosionan la base de sus pagos de impuestos en los países periféricos elevando las ganancias financieras del mismo grupo económico en el exterior.

Reparos sobre los procesos de endeudamiento:

El endeudamiento de las empresas debe ser realizado con prudencia dado que la Argentina ha atravesado problemas financieros severos. Estos escenarios poco propicios para

el endeudamiento son:

1. Procesos de devaluación. Los procesos bruscos de devaluación son un problema para la estabilidad macroeconómica en general, y para las finanzas de las empresas en particular. Se entiende por devaluación al aumento del tipo de cambio. En este caso, el dólar se encarece frente al peso. La Argentina vivió sucesivos episodios de devaluación en los últimos años: enero 2014, diciembre 2015, abril 2018 y agosto 2018 (por nombrar algunos de ellos).

Las empresas endeudadas en dólares deberán hacer frente a sus obligaciones en dicha moneda. Una vez desatado el proceso de devaluación necesitarán de una mayor cantidad de pesos para abonar una suma determinada de dólares. Ante dicho fenómeno, la firma verá incrementado su nivel de endeudamiento por más que los préstamos en dólares sigan siendo exactamente los mismos.

Como consecuencia, en estos contextos, el costo de endeudamiento en dólares se incrementará. Las firmas serán reticentes a seguir tomando deudas, y sin estos nuevos pasivos, el ciclo de financiamiento podría verse afectado.

Además, ante eventos devaluatorios, el riesgo sistémico del endeudamiento (riesgo de *default*) de los distintos niveles del Estado, como de las empresas, se incrementará severamente. Esto quiere decir que la tasa de interés aumentará en caso que se quiera seguir tomando obligaciones en dólares.

Las empresas que destinen sus ventas a la exportación atenuarán sus problemas financieros ante eventuales devaluaciones. Incluso podrán ser acreedoras de extraordinarias ganancias patrimoniales.

2. Aumento de la tasa de interés o del riesgo sistémico. Un incremento del riesgo sistémico de la deuda se produce cuando los acreedores poseen expectativas negativas sobre la cobrabilidad de la misma.

Cabe resaltar que producto del riesgo de no pago (*default*), las tasas de intereses cobradas a los préstamos remitidos hacia los países en desarrollo en general suelen ser más elevadas que aquellos remitidos hacia países desarrollados.

3. Crisis de sobreendeudamiento (falta de solvencia). Hablamos de problemas de sobreendeudamiento cuando la empresa no posee la posibilidad de hacer frente a los vencimientos de capital e intereses dado que el flujo de caja de la misma no se lo permite. A su vez, tampoco podrá tomar nuevas obligaciones sin poner en peligro la sostenibilidad financiera de la misma. Esto detiene el ciclo de financiamiento de la producción y agrava aún más la situación financiera de la firma. Esta problemática se pone de manifiesto cuando se torna necesaria la renegociación de la deuda (por ejemplo, concurso de acreedores).

Dado que muchas veces se trata de empresas demasiado grandes para ser llevadas a la quiebra, se podría dar el caso en que estas fueran rescatadas por el Estado (lo cual incluye desde subsidios hasta compras de participaciones accionarias, etc.). Dicha política no sería novedosa en la historia económica mundial en general y tampoco en la historia de Argentina en particular. Los rescates de empresas (financieras y no financieras) debido a su sobreendeudamiento han sido moneda corriente durante la última crisis mundial del 2008 así como en el proceso de crisis fruto de la emergencia sanitaria tras el COVID-19. En Argentina, los rescates de empresas fueron llevados a cabo tanto a partir de la estatización de la deuda en el último tramo de la Dictadura Cívico-militar (principalmente años 1982-1983) como durante la salida de la convertibilidad (año 2002).

4. **Escasez de financiamiento.** Dado que los países en desarrollo atravesaron por recurrentes crisis financieras, las empresas pueden verse tentadas a acceder a fuentes de financiamiento más riesgosas, expresadas en elevadas tasas de interés. En tanto, las firmas podrían concentrar las fuentes de financiamiento en unos pocos acreedores en vez de diversificar dichas fuentes de financiamiento para no atravesar una crisis de liquidez ante el posible cierre de las mismas.

Sobre el vencimiento del endeudamiento y su destino (posibles prácticas especulativas). La deuda asumida puede contraerse en términos corrientes (es decir, el vencimiento es menor a un año) o no corrientes (en este caso sea mayor a dicho plazo). El vencimiento de las obligaciones depende de los activos adquiridos. Por ende, la deuda de corto plazo es asumida siempre y cuando el activo adquirido posea una elevada liquidez, y viceversa.

Las empresas pueden adquirir estrategias más especulativas siempre que destinen el endeudamiento hacia objetivos que permitan obtener beneficios en un corto plazo. En este caso, dicho endeudamiento puede ser susceptible de financiar activos de corto plazo como podrían ser las inversiones financieras. Por otro lado, las empresas utilizan activos no financieros como si se trataran de tales. El endeudamiento podría servir para financiar una alteración en la composición de los activos hacia aquellos que posean una elevada liquidez y permitan dotar a las firmas de ganancias patrimoniales o de resultados en un corto plazo.

El financiamiento y su vencimiento hablan de la estrategia de acumulación de las firmas. Por ejemplo, las empresas oleaginosas suelen asumir deudas de corto plazo para financiar su capital de trabajo y prefinanciar sus exportaciones. Esto se refleja en la composición de los activos a través de los bienes de cambios y la realización de créditos por ventas. A priori dichos destinos implican aspectos productivos y comerciales de las empresas que resultarían inofensivos para su devenir. Sin embargo, detrás de los mismos se podrían esconder la captura de rentas con un carácter

especulativo. Las deudas de corto plazo que financian capital de trabajo podrían alimentar prácticas especulativas y elusivas como aquellas que implican la subfacturación a través de la triangulación de las exportaciones.

Indicador del nivel de endeudamiento financiero:

$$\text{Endedamiento} = \frac{\text{Pasivos Financieros}_t}{\text{Patrimonio Neto}_t}$$

Este indicador nos permite analizar la evolución del nivel de endeudamiento financiero de las firmas. Cabe aclarar que se torna difícil determinar un valor de dicho indicador que pueda corroborar el sobreendeudamiento de una empresa.

¿Dónde puedo encontrar el endeudamiento de una empresa en el balance contable?

La información sobre el endeudamiento expresada como una variable flujo puede encontrarse en el respectivo flujo de caja dentro de las Actividades de financiamiento bajo la denominación de toma de deudas o toma de deudas netas. Respecto tanto a la procedencia del endeudamiento como su vencimiento puede ser hallada como una variable stock en las notas al Estado de Situación Patrimonial dentro de los Pasivos.

2.2.2 Destino del financiamiento

2.2.2.1 Composición de los activos

Definimos como composición de los activos a la participación que poseen las diversas partidas en la totalidad del mismo. La estrategia de acumulación de las empresas priorizarán ciertas dinámicas que buscan incrementar la participación de algunos rubros del activo en detrimento de otras. De esta forma, el financiamiento se verá reflejado en el aumento en la reproducción de determinadas partidas en la composición de los activos.

Existen diversos tipos de activos que se vinculan al grado de liquidez y su finalidad. Dentro de aquellos más líquidos como **efectivo en caja o inversiones temporarias** permitirían financiar en el corto plazo la estrategia de acumulación, ya sea vinculada a incrementar las capacidades productivas, a la fuga de capitales, o a desarrollar actividades especulativas dentro de las mismas inversiones financieras. Mayormente aquellas empresas que busquen fugar capitales al exterior mantendrán una composición de activos líquida que les permita ser transformada rápidamente en divisas.

Por otro lado, los **créditos por venta u otros créditos** buscan financiar a la parte compradora de los bienes vendidos. La conveniencia de parte del comprador se produce dado que le permite obtener un producto que pronto incrementará de precio; y por otro lado, de parte del vendedor dicha conveniencia se produce dado que le otorga mayor previsibilidad en la dinámica comercial. Desde ya, el vendedor deberá obtener financiamiento para realizar dicha operatoria, muchas veces concretadas a través del prefinanciamiento

de exportaciones. Además, en un país como la Argentina con procesos devaluatorios tan bruscos, esta clase de activos le permite resguardarse de dichos cambios de precios relativos. Por otro lado, en la partida otros créditos, podrían encontrarse diversos subrubros que incluirían desde la compra de derivados de *commodities* e incluso hasta préstamos intra-firma destinados a partes relacionadas.

Los **bienes de cambio** incluyen stocks de materias primas, bienes terminados o semi-elaborados. La finalidad en la retención de estos puede ser múltiple. Desde buscar un mejor precio para su venta o re-venta debido a expectativas de devaluación de la moneda, o fruto al posible incremento de su valor internacional, etc. Por lo tanto, al igual que el caso anterior, estos bienes pueden otorgar ganancias patrimoniales en caso de producirse cambios bruscos en los precios relativos. Además, permiten dotarla de mayor seguridad financiera al poder resguardarse ante dichos episodios. En el caso de las exportadoras, la prefinanciación de las exportaciones resultan ser claves para financiar su reproducción en la composición de los activos.

Dentro de los activos con una menor liquidez podemos encontrar a las **inversiones permanentes**. Estas incluyen participaciones en empresas. El justificativo de expandir estas inversiones pueden ser múltiples. Por un lado, permiten tanto diversificar, e integrar en forma horizontal como vertical los negocios del grupo o conglomerado. El abastecimiento, la producción y su destino puede solucionarse dentro del mismo grupo o conglomerado. Por otro lado, les permite monopolizar u oligopolizar un mercado de forma de asumir un mayor poder de mercado (controlar precios, calidad, distribución, etc.). En otro orden, el incremento de las inversiones permanentes valorizan al grupo o conglomerado al aumentar el precio de la acción y su cotización. De esta forma, ante tales inversiones se produce una ganancia patrimonial a sus accionistas. En relación con este punto, los resultados de estas inversiones engrosan los balances contables e incrementan las ganancias. De la misma forma, la distribución de dividendos de las empresas controladas permite nutrir de liquidez al grupo o conglomerado económico.

Por último, los **bienes de uso** corresponden la infraestructura y la maquinaria necesaria para desarrollar su actividad. En cualquier caso se esperaría que estos posean una participación considerable en la composición de los activos, más aún, en aquellos sectores capital intensivos. Sin embargo, debido a estrategias vinculadas a la financiarización y la fuga de capitales, esta clase de activos han tendido a disminuir su participación en la composición de los activos con el correr del tiempo. Es decir, las empresas destinan mayores recursos a diversificar sus carteras de activos en detrimento del incremento de las capacidades productivas.

2.2.2.2 Principales destinos del financiamiento y el excedente de las empresas

Inversión productiva

Entendemos como inversión productiva al destino de recursos que buscan incrementar o reponer las capacidades productivas de las empresas. Estas pueden ser divididas en dos:

Inversiones netas tendientes a incrementar las capacidades productivas.

$$\text{Inversión Neta}_t = \text{adquisición de bienes de uso}_t - \text{amortizaciones}_t$$

Inversión de reposición tendientes a reponer las capacidades productivas fruto de las amortizaciones.

$$\text{Inversión de reposición}_t = \text{amortizaciones}_t \leftarrow \text{Inversión neta}_t > 0$$

$$\text{Inversión de reposición}_t = \text{adquisición de bienes de uso}_t \leftarrow \text{Inversión neta}_t < 0$$

La inversión bruta fija consiste en la sumatoria de la inversión de reposición y la inversión neta.

$$\text{Inversión buta fija}_t = \text{adquisición de bienes de uso}_t$$

¿Dónde puedo encontrar la inversión bruta fija en los balances contables?

Esta variable se podrá ubicar en el flujo de caja dentro de las actividades de inversión bajo la denominación de adquisiciones de bienes de uso o activos fijos. Además podrán buscarse dentro de las altas en el Anexo de bienes de uso.

¿Dónde puedo encontrar las amortizaciones en los balances contables?

La misma se encontrarán en el flujo de caja dentro de las actividades operativa. Además podrán encontrarse en las depreciaciones dentro del Anexo de bienes de uso.

Inversión financiera

Entendemos por inversión financiera al destino de fondos en aquellos rubros o partidas que no se encuentran vinculados con el devenir productivo de la firma y que permiten devengar ingresos financieros de diversos tipos. Desde ya, la misma comprende un flujo de caja destinado a rubros más especulativos.

Dentro de la inversión financiera podemos encontrar partidas tales como:

$$\text{Inversión financiera}_t \left\{ \begin{array}{l} \text{Temporarias} \left\{ \begin{array}{l} \text{Demanda de efectivo}_t \\ \text{Activos financieros}_t \\ \text{Préstamos otorgados}_t \end{array} \right. \\ \text{Permanentes} \left\{ \text{Inversiones permanentes}_t \end{array} \right.$$

Demanda incremental de dinero: se considera como inversión financiera a la variación positiva de efectivo. Desde ya, no debiera ser pensado como dinero en efectivo en forma estricta, sino que también se incluyen plazos fijos e inversiones en fondos comunes de inversión, etc.

¿Dónde puedo encontrar el aumento de efectivo en los balances contables?

La misma se encontrará en el flujo de caja, particularmente en el aumento (disminución) neto/a de efectivo, nombrada también como variación de efectivo.

Compra de activos financieros: comprende la compra de inversiones temporarias como títulos públicos, derivados, etc.

¿Dónde puedo encontrar las compras de activos financieros en los balances contables? La misma se encontrará en el flujo de caja, particularmente en las actividades de inversión. También se podrá encontrar como Inversiones temporarias en el Estado de Situación Patrimonial.

Préstamos otorgados: ciertas empresas suelen poseer el papel de financistas del grupo o conglomerado, es decir, destinan parte de su excedente a la concreción de préstamos a partes relacionadas (en mayoría de los casos a partes relacionadas en guaridas fiscales, dado que dichos espacios suelen centralizar las fuentes de financiamiento). Por otro lado, existen ciertas empresas que otorgan préstamos a sus clientes.

¿Dónde puedo encontrar los préstamos otorgados en los balances contables?

Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones. Además, las mismas se encontrarán en el flujo de caja, en las actividades de inversión.

Inversiones permanentes: las inversiones permanentes comprenden la adquisición de participaciones en empresas.

¿Dónde puedo encontrar las inversiones permanentes en los balances contables?

Las mismas pueden hallarse en el flujo de caja en las actividades de inversión.

Entre los ingresos financieros más importantes que puedan encontrarse podemos encontrar:

Resultados en las participaciones de empresas: comprende la participación de las ganancias neta de las empresas en aquellas firmas que se posea tenencias accionarias.

¿Dónde puedo encontrar los resultados en las participaciones de empresas en los balances contables?

Las mismas pueden hallarse en el Estado de Resultado.

Intereses ganados: incluye los intereses ganados por tenencia de activos financiero.

¿Dónde puedo encontrar los intereses ganados en los balances contables?

En el Estado de Resultado dentro de los ingresos financieros.

Ganancias patrimoniales: incluye la variación de valor de los activos y particularmente de los bienes de cambio.

¿Dónde puedo encontrar las ganancias patrimoniales en los balances contables?

En el Estado de Resultado dentro de los ingresos financieros

Fuga de capitales

En la presente sección haremos referencia a aspectos financieros de la fuga de capitales, mientras que en la sección sobre los precios de transferencia nos referiremos a elementos comerciales de la misma.

Definiciones de fuga de capitales:

Existen diversas definiciones sobre fuga de capitales, las cuales pueden ser agrupadas en dos corrientes principales (véase [Gaggero et al. 2007](#)):

1. Desde el punto de vista del desarrollo económico: la fuga de capitales alcanza a toda salida de capitales que no se vincule al devenir productivo de las empresas, y que de haber sido reinvertida, generarían un mayor retorno social y económico para el país. Esta definición evidencia las filtraciones que sufren las economías periféricas, y como consecuencia, les impiden desenvolver todo su potencial ([Ajayi 1997](#), [Schineller 1997](#)). Entre las consecuencias que traería aparejada la fuga de capitales para el pleno desarrollo, se encuentran: a) la desviación de ahorros por parte de grandes empresas y empresarios, útiles para financiar el aumento de las capacidades productivas; b) menores pagos de impuestos traducido en una menor capacidad tributaria que logre financiar infraestructura social (educación, salud, ciencia y tecnología, políticas sociales en general, etc.); c) empeoramiento de la distribución del ingreso, dado que la evolución del empleo no se ve motorizado por la inversión, ergo, los salarios se ven estancados. A esto hay que sumarle la poca tracción de la demanda en las economías sumergidas dentro de los países en desarrollo, por lo tanto, la fuga de capitales tiene efectos directos en la pobreza; d) la salida de divisas aumenta la restricción externa y presiona a las economías en desarrollo a tomar deudas en el extranjero ([Gaggero et al. 2007](#)).

2. Legalidad o ilegalidad de la salida de capitales: corresponde a toda salida de capitales que comprenda un acto ilegal. De esta forma, la fuga de capitales se circunscribe al Derecho (Schneider 2003, Kulfas 2005). Dentro de los actos ilegales se incluyen a todas las actividades de contrabando y de evasión fiscal, incluidas las de subfacturación (sobrefacturación) de exportaciones (importaciones). Por lo tanto, la fuga de capitales queda supeditada a un reducido número de transacciones las cuales son explícitamente prohibidas por ley. El problema con dicha definición se produciría cuando quisiéramos considerar como fuga de capitales a un número abarcativo de transacciones que involucren a filiales en guaridas fiscales. La novedosa utilización de las empresas *offshore* por parte de las grandes empresas dejó un vacío legal en las diversas legislaciones. En este sentido, las transacciones de filiales en espacios territoriales con firmas en guaridas fiscales son legales dado que no están expresamente prohibidas. Desde ya, debiéramos considerar una definición amplia de “delito económico” que incluyera a aquellas las transacciones realizadas con guaridas fiscales, siempre y cuando entendamos a estas como la realización de transferencias de ingresos: “Todo delito con contenido económico implica una transferencia de ingresos; en los delitos contra la propiedad alguien le quita algo a otro sin uso de violencia (hurto), con ella (robo), mediante ardid (estafa), con amenazas (extorsión), mediante el apoderamiento injusto o indebido de bienes o derechos (usurpación), etc. Hay hechos que crean rentas porque constituyen transferencias de ingresos entre sectores enteros de la sociedad. Es el caso de la Resolución A251 del Banco Central de la República Argentina, del 17 de noviembre de 1982, por la cual el Directorio de la institución resolvió transformar en pública la deuda externa privada, lo que constituyó un subsidio de la Nación a ciertos empresarios” (Comba et al. 2016, p. 13). Respecto al actor económico que lleva adelante el delito económico, el Derecho menciona como tal el acto “[...] de cuello blanco y las define como un delito cometido por una persona de respetabilidad y estatus social alto en el curso de su ocupación” (Zara 2015, p. 180).

Formas de medir la fuga de capitales a nivel firma:

Para abordar la fuga de capitales a nivel firma se elaboraron diversos listados enumerando todas las transacciones concretadas con otras sociedades relacionadas en el exterior. Para ello se utilizó las notas a los estados y resultados de los balances contables referidas a las transacciones con partes relacionadas, así como información comercial que involucre operaciones intra-firma. Se debió agregar información sobre la radicación de las empresas, con el fin de conocer aquellas de origen extranjero. Toda transacción que posea a una sociedad relacionada en el exterior fue considerada como plausible de significar tanto salidas como entradas de divisas, dependiendo el tipo de operación. Además, se diferenciaron las transacciones con empresas en el exterior que correspondan a guaridas fiscales de aquellas que no lo son. Por último, se agregó información sobre el objeto social de las

empresas con las cuales se concretaron las mencionadas transacciones en el exterior en los casos que involucraron a una filial en una guarida fiscal. Esto último nos hablaría del tipo de sociedades con las cuales se realizaron las transacciones, para distinguir aquellas que comprendan una cáscara.

Definición metodológica:

Se entiende como fuga de capitales a toda transacción que signifique una salida neta de divisas, en la cual por el lado de la firma receptora de las mismas, involucre a una empresa relacionada en una guarida fiscal.

$$\text{Fuga de capitales}_t \left\{ \begin{array}{l} \text{Dividendos girados a una subsidiaria en el exterior}_t \\ \text{Financiera} \left\{ \begin{array}{l} \text{Formación de activos externos}_t \\ \text{Préstamos intra-firma}_t \\ \text{Intereses pagados al exterior}_t \end{array} \right. \end{array} \right.$$

Justificación. Las estructuras en dichos dominios extraterritoriales presentan la forma de cáscara, y por ende, no incrementan la acumulación de capital. En este sentido, las cáscaras cumplen la función de re-distribuir la riqueza desde los espacios territoriales hacia los dominios extraterritoriales.

Descripción de las operaciones especulativas:

Distribución de utilidades y dividendos: comprende el giro de utilidades a una sociedad en el exterior. Se descartarán las utilidades devengadas, las cuales en ningún momento han sido ejecutadas.

¿Dónde pueden ser encontrada la distribución de dividendos en los balances contables?

La misma se encontrará en el flujo de caja, dentro de las actividades de financiación.

Formación de activos en el extranjero: comprende a toda transacción que signifique la compra de divisas, inversiones financieras o depósitos en el extranjero.

¿Dónde pueden ser encontrada la formación de activos externos en los balances contables? La misma se podrá encontrar en las notas vinculadas a los saldos con sociedades relacionadas. También se podrá encontrar en el Estado de Situación Patrimonial en moneda extranjera, siempre y cuando se disponga información sobre su ubicación en el exterior. Además en caso de contar con balance contables de empresas relacionadas en el exterior, todo activo líquido de la mismo podría ser susceptible de haber comprendido un proceso de formación externa.

Los préstamos intra-firma comprenden a aquellos pasivos financieros realizados entre partes relacionadas. Usualmente estos flujos financieros poseen como protagonistas a cáscaras radicadas en guaridas fiscales.

¿Dónde pueden ser encontrada los intereses perdidos hacia empresas relacionadas en los balances contables?

Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones.

Intereses perdidos con partes relacionadas: comprende a aquellos intereses perdidos correspondientes a préstamos percibidos por partes relacionadas en guaridas fiscales.

¿Dónde pueden ser encontrada los intereses perdidos hacia empresas relacionadas en los balances contables?

Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones.

2.3 Vaciamiento en el comercio exterior: precios de transferencia

Denominamos como **Precios de Transferencia** al valor del pago que se efectúa en una operación entre sociedades vinculadas o relacionadas de un mismo grupo empresarial, ya sea por transacciones de bienes, servicios, préstamos, etc., y que las condiciones de dicha transacción resultan ser diferentes a los que se hubieran pactado entre sociedades independientes (es decir, sin una relación de propiedad entre las partes). En lo que respecta al comercio exterior, las empresas suelen subfacturar (sobrefacturan) las exportaciones (importaciones) para reducir los pagos impositivos y fugar estos fondos hacia filiales relacionadas situadas en países con menores cargas tributarias.

Para ello, las empresas internacionalizadas realizan transacciones intra-firma con cáscaras de forma de triangular las operaciones a través de estas últimas. Dichas operaciones son realizadas bajo una exhaustiva estrategia de planificación fiscal (*tax planning*) para minimizar los pagos impositivos.

La manipulación de las condiciones de mercado en las operaciones entre partes relacionadas poseen una concreta incidencia en el pago de impuestos tales como el IVA, el impuesto a las ganancias, las tarifas aduaneras, así como en la fuga de capitales. Dichas operaciones opacas pueden realizarse debido a la existencia de una infraestructura que incluye desde intermediarios comerciales y financieros, así como “facilitadores” (asesores, estudios de abogados y contables, etc.).

La OCDE a través de sus guías de precios de transferencia estipulan y promueven el principio de *arm's length*, el cual es aceptado tanto entre las agencias tributarias como por los contribuyentes. Este principio establece que las condiciones de las operaciones

pactadas entre partes relacionadas deberían ser equivalentes a aquellas efectuadas entre empresas no relacionadas. Dichas condiciones de mercado refieren a: el tipo y características del producto, el espacio-tiempo en el cual son realizadas las transacciones, la cantidad del bien operado en la transacción, nivel de oferta y demanda, alcance de la competencia, regulaciones públicas, acondicionamiento (p ej. fletes), unidad de cuenta de la transacción, etc. Por ello, el principio tributario establece que: “cuando se establecen condiciones comerciales o financieras entre dos empresas asociadas que difieren de las que se realizarían entre empresas independientes, entonces cualquier beneficio que, de no ser por esas condiciones, se haya acumulado en una de ellas, pueden incluirse en las ganancias de esa empresa y gravarse en consecuencia” (OCDE 2017, p. 35).

Existen diversas metodologías³ para procesar los datos y permitirnos obtener un cálculo sobre el desvío entre los precios de mercados y aquellos que resultan ser anormales fruto al comercio intra-firma. Aquí desarrollaremos el método de “Precios comparables entre partes independientes” (CUP de ahora en adelante por sus siglas en inglés - *Comparable Uncontrolled Price*). Según la guía de precios de transferencia de la OCDE (2017), este último método debe ser prioritario en su uso, y sólo en caso de producirse diversos impedimentos en para su cálculo, deberá buscarse otras alternativas metodológicas.

Nuestra legislación también considera acorde tal método: “El método de precio comparable entre partes independientes será considerado el más apropiado para valuar las transacciones de bienes con cotización, ya sea por referencia a transacciones comparables no controladas o por referencia a los índices, coeficientes o valores de cotización de bienes, definidos en los términos del vigésimo segundo artículo sin número incorporado a continuación del artículo 21 de este decreto” (DR 1344/98 y ART. 18 DR 1170/18).

El método CUP compara el precio establecido entre partes relacionadas en relación al precio operado en circunstancias similares en transacciones entre partes no relacionadas. En caso de existir diferencias entre ambos precios, estaríamos en la presencia de precios anormales, y por ende, no se cumplirá el principio *arm's length*.

Cabe destacar que la guía de precios de transferencia de la OCDE (2017, párrafo 2.18) como las agencias tributarias de países latinoamericanos utilizan el método CUP cuando se trata de sectores de actividad vinculados a los *commodities*. En este caso el precio de mercado o la cotización comprendería una referencia que nos sirve para comparar con los precios de las transacciones entre partes relacionadas (OCDE 2017, párrafo 2.19).

El uso de comparables que puedan determinar precios de mercado podría resultar en un problema para el método CUP. En este caso el investigador deberá hacer uso de transacciones que sean adecuadas en lo que respecta a las condiciones de mercado. Para ello pueden utilizarse comparables internos (es decir, comparar las transacciones entre

³Entre ellas podemos contar cinco metodologías principales: 1) Precios Comparables entre partes independientes (CUP por sus siglas en inglés); 2) Precios de reventa entre partes independientes; 3) Costo más beneficios; 4) División de ganancias; 5) Margen neto de la transacción.

dos relacionadas que puedan desviarse del precio normal, con otras de la misma empresa en cuestión llevadas a cabo con partes no relacionada); o comparables externos (es decir, compararlas con transacciones entre dos empresas externas no relacionadas). Si bien el ART. 21.13 de DR 1344/98 y ART. 18 DR 1170/18 otorgó prioridad a los comparables internos por su facilidad en el acceso a dicha información, según la OCDE (2017, párrafo 3.28) estos últimos no suelen ser muy confiables⁴. En general, el problema surge en disponer de la información suficiente para encontrar estos comparables óptimos que nos permitan determinar el desvío sobre aquellas transacciones en condiciones normales.

Para ello se elaboraron dos metodologías que se agrupan dentro del CUP y que nos sirven para construir estos precios comparables de forma de calcular el desvío entre partes relacionadas y partes independientes. Estas dos metodologías se denominan “Price Filter” y “Sexto Método”.

2.3.0.1 Price Filter

En las transacciones de *commodities* existe una amplia dispersión de precios en las operaciones diarias. Esta metodología establece que el precio de mercado que cumple con el principio de *arm's length* se encontraría ubicado dentro de un rango de precios. Generalmente se utilizan el rango que se ubican entre el primer cuartil y el tercer cuartil (véase Figura 2.1).

Como se puede ver en el esquema representado aquellas transacciones que se hallen por debajo del primer cuartil serán consideradas realizadas a un precio muy bajo del normal. Estamos hablando de transacciones que implican la subfacturación de las mismas. Caso contrario, aquellas que superen el tercer cuartil comprenderían la sobrefacturación.

Subfacturación = $\text{Max}(0, \text{Cuartil_Inferior} - P)$

Sobrefacturación = $\text{Max}(0, P - \text{Cuartil_Superior})$

Donde P es el precio pactado.

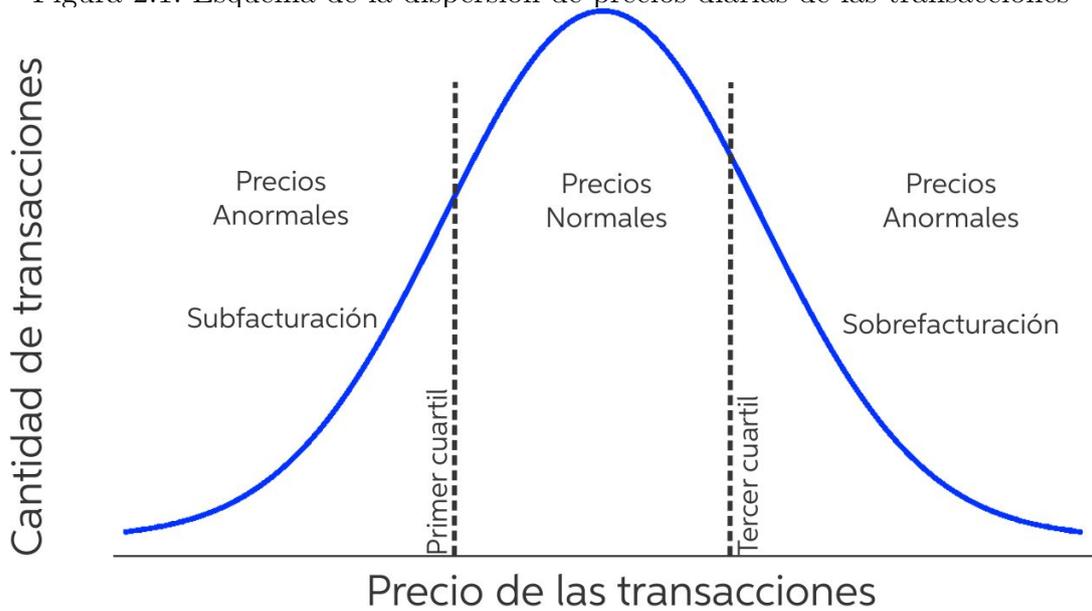
La metodología Price Filter fue propuesta por Pak & Zdanowicz (1994) y aplicada en diversos trabajos dentro de lo cuales se podrían citar los de Pak (2012) sobre la estimación de precios de transferencia en el mercado del petróleo en países desarrollados, o en Carbonnier & Mehrotra (2019) sobre comercio de *commodities* con destino a Suiza. Si bien estos trabajos utilizaron los datos de todas las transacciones en los respectivos mercados, ninguno de ellos realizó cálculos de desvíos en los precios de transferencia a nivel firma. Estos únicamente fueron aplicados para determinar la subfacturación a nivel sectorial.

Dichos trabajos destacan las diversas limitaciones que debieran ser tenidas en cuenta a la hora de su aplicación, las cuales incluyen a:

1. Problemas de endogeneidad. Siempre existirán transacciones que se encuentren por

⁴Para considerar que un comparable sea fiable se deben considerar los cinco factores de comparabilidad, además de las pautas sobre ajustes de comparabilidad (OCDE, 2017)

Figura 2.1: Esquema de la dispersión de precios diarias de las transacciones



Fuente: Elaboración propia.

fuera de los precios normales dado que estamos estudiando la dispersión de las mismas.

2. Determinación de transacciones con partes relacionadas. Es dificultoso y casi imposible distinguir aquellas transacciones realizadas entre partes relacionadas al compararlas contra las efectuadas por partes independientes. Es decir, estaríamos suponiendo que las transacciones a precios normales son realizadas con partes independientes, mientras las anormales se llevarían a cabo entre partes relacionadas.
3. Naturaleza del producto. Cuando se tratan de *commodities* que puedan poseer una amplia dispersión en su calidad (p. ej. el petróleo) la misma afectará la amplitud del rango.
4. Operaciones por volumen. Esta metodología no tiene en cuenta las cantidades operadas de *commodities* como un factor que pueda afectar el precio de mercado.

En lo que respecta a su aplicación, el presente método es considerado como una posible solución para el cálculo de precios de transferencia en la guía de precios de transferencia de la OCDE (2017, párrafo 3.57) dado que el mismo ayuda a obtener información confiable.

Cabe destacar que los rangos intercuartiles se encuentran insertos en nuestra legislación. El Art. 21.17 del Decreto Reglamentario de la Ley de Impuestos a las Ganancias establece que cuando “hubiesen DOS (2) o más transacciones comparables, se deberán

determinar la mediana y el rango intercuartil de los precios, de los montos de las contraprestaciones o de los márgenes de utilidad comparables” (Decreto 1170/2018). La reglamentación determina que en caso que el precio fijado en la contraprestación se encuentre en el rango intercuartil, estos serán considerados como si fueran pactados por partes independientes:

“Si el precio, el monto de la contraprestación o el margen de utilidad fijado por el contribuyente se encuentra dentro del rango intercuartil, se considerará como pactado entre partes independientes” (Decreto 1170/2018).

Aunque cabe destacar que en el caso de los *commodities* la legislación destaca que: “Cuando se trate de precios de bienes o servicios con cotización, se tomará como rango de mercado el establecido entre los precios o cotizaciones mínimo y máximo del día correspondiente a la transacción evaluada, en caso de existir. Si fuera necesario realizar ajustes a los precios o a las cotizaciones, por las razones técnicas propias del mercado, éstos podrán estar sujetos a la realización del rango correspondiente. Si el precio fijado por el contribuyente se encuentra fuera del rango total de mercado determinado por los precios o cotizaciones máximo y mínimo, se considerará que el precio que hubieran utilizado partes independientes es el promedio entre el valor máximo y mínimo” (ART. 18 DR 1170/18).

Por otra parte el Capítulo G ART 12 RG 1122/01 determina que se considerarán precios normales en caso que se encuentren en el rango de la mediana disminuida en un 5% -para los casos en que el precio pactado entre partes relacionadas sea menor al primer cuartil⁵-, o la mediana incrementada en un 5% -para los casos en que el precio entre partes relacionadas superen el tercer cuartil.

En la misma línea, siempre que el primer cuartil supere al valor de la mediana disminuida en un 5%, este último reemplazará al primero. Mientras que cuando el tercer cuartil fuera inferior a la mediana incrementada en un 5%, el último reemplazará al tercer cuartil.

2.3.0.2 Sexto Método

La presente metodología establece como precio de referencia al respectivo precio de cotización internacional del *commodity*. El desvío entre los precios pactados entre partes relacionadas y el precio de cotización diario, constituye una evidencia de subfacturación.

Las dificultades a la hora del cálculo de la ganancia producida por parte de la agencia tributaria argentina consiste en las numerosas relaciones intra-firma con filiales en guaridas fiscales. En relación a este punto, existen diversos requisitos que deben ser cumplidos antes de aplicar el presente método. Como menciona la Ley (25.784), el sexto método se aplicará “cuando se trate de exportaciones realizadas a sujetos vinculados, que tengan por objeto cereales, oleaginosas, demás productos de la tierra, hidrocarburos y sus derivados, y, en

⁵El Anexo V del RG 1122/01 estipula la metodología para construir los rangos intercuartiles.

general, bienes con cotización conocida en mercados transparentes, en las que intervenga un intermediario internacional que no sea el destinatario efectivo de la mercadería, se considerará como mejor método a fin de determinar la renta de fuente argentina de la exportación, el valor de cotización del bien en el mercado transparente del día de la carga de la mercadería —cualquiera sea el medio de transporte—, sin considerar el precio al que hubiera sido pactado con el intermediario internacional” (ART 2 Ley 25.784)⁶. El precio de cotización relevante para ser comparado como precio de mercado será el “correspondiente al día de la carga de la mercadería, el vigente al día en que finaliza dicha carga” (Decreto 916/2004).

La aplicación podrá ser llevada a cabo en caso que las exportaciones sean dirigidas a sujetos relacionados o vinculados, siendo la actividad principal de estos últimos, la de meros intermediarios de las mismas. Estamos hablando que la sociedad en el exterior vinculada a la empresa en cuestión, realiza una triangulación de las exportaciones argentinas hacia su destino final.

En este caso la Ley entiende como partes relacionadas siempre y cuando: “estén sujetos de manera directa o indirecta a la dirección o control de las mismas personas físicas o jurídicas o éstas, sea por su participación en el capital, su grado de acreencias, sus influencias funcionales o de cualquier otra índole, contractuales o no, tengan poder de decisión para orientar o definir la o las actividades de las mencionadas sociedades, establecimientos u otro tipo de entidades” (Ley 27.430 ART 15).

Sin embargo, la metodología será descartada en caso que se demuestre sustancia económica por parte del intermediario:

1. El intermediario debe poseer presencia real en el lugar de residencia y que no se trate de una sociedad meramente creada para triangular operaciones comerciales y posea activos, riesgos y funciones.
2. En relación con el anterior, el intermediario no debiera ser acreedora de rentas en forma pasiva por su función de sociedad cáscara debido a la re-venta de los *commodities*.
3. El intermediario no debe superar el 30% de sus operaciones con empresas relacionadas, es decir, que debe poseer operaciones con otras empresas, además de las referidas al grupo o conglomerado.

En caso contrario, se podrá proceder con dicho método cuando se trate de un intermediario sin sustancia económica, que constituya una cáscara, sea acreedora de rentas en forma pasiva, y sus operaciones sean explicadas por la re-venta de los *commodities*.

A partir del año 2018, la Ley 27.430 y el Decreto 1170/2018 produjeron ciertas novedades en lo que respecta al Sexto Método. La primera de ellas consiste en que se descartó

⁶Desde ya, en caso que el precio internacional “fuera mayor al precio de cotización vigente a la fecha mencionada, se tomará el primero de ellos para valorar la operación”.

la prioridad del presente método en su aplicación. Esto se debe a que se creó un registro optativo de aquellas transacciones de *commodities* que se produzcan entre partes vinculadas. Por ende, toda diferencia que se produzca entre el precio de mercado y el precio de transferencia, deberá ser justificado por el contribuyente. La agencia tributaria efectuará el cálculo a través del Sexto Método en caso que la firma no haya declarado las correspondientes transacciones. Además, las normativas se hicieron eco de las discusiones y recomendaciones al acercar el Sexto Método al Método CUP. De esta forma, el primero fue absorbido por completo por el segundo, tanto en las guías de la (OCDE 2017, 2.19-2.20) como en la normativa argentina (CIAT 2019).

El sexto método posee anclaje jurídico en toda la región, y si bien Argentina fue la primera en innovar en esta materia, tarde o temprano muchas economías incorporaron al mismo en sus normativas (CIAT 2019). Pese a las críticas de parte de los contribuyentes, y sus respectivas apelaciones, el denominado Sexto Método sentó jurisprudencia en diversos casos (p. ej. Nidera, Oleaginosa Moreno y Toepfer, véase Grondona & Knobel 2017). En lo que respecta a los antecedentes académicos en la aplicación del mismo, podríamos citar al trabajo de Burgos & Grondona (2015) que estudia el complejo aceitero argentino en el período 2010-2013.

Sin embargo, el método no se encuentra carente de diversas dificultades, limitaciones y críticas por parte de los contribuyentes:

1. En el principio *arm's length*.

Comparativos. El Sexto Método establece como comparativo al precio de mercado al momento de embarque. Los contribuyentes alegan que este precio puede distar de cualquier comparativo entre partes independientes. Más aún cuando las transacciones son efectuadas en base a las cotizaciones sobre contratos de futuros en momentos anteriores al embarque. De esta forma, el riesgo de volatilidad desde el momento de realizada la operación hasta su embarque será asumido por el contribuyente. Bajo este punto la OCDE destaca que: “Las cotizaciones de los *commodities* suelen reflejar el acuerdo, entre compradores y vendedores independientes en el mercado, sobre el precio de un tipo y una cantidad específica de un *commodity*, negociado en base a unas condiciones concretas en un momento determinado” (OCDE 2015, p. 6). Según las recomendaciones de la OCDE en caso que la empresa pueda demostrar la fecha concreta de la transacción, las agencias tributarias deberán tenerla en cuenta para compararla con la correspondiente cotización. Sin embargo, se aclara que: “En ausencia de evidencia fehaciente de la fecha efectiva acordada por las empresas asociadas, las autoridades tributarias podrán considerar que la fecha de fijación del precio de la operación de *commodities* es la fecha de envío acreditada por el conocimiento de embarque” (OCDE 2015, p. 7).

Por otra parte, según Resolución 331/2001, la AFIP apela a los precios FOB oficia-

les informados por la Secretaría de Agricultura, Pesca y Alimentación de la Nación para establecer los precios comparables o de mercado. Sin embargo, existen diversos mercados transparentes que podrían ser aplicados como comparativos. Establecer un mercado en particular puede resultar arbitrario para el contribuyente. Los contribuyentes suelen discrepar con esta selección de precios dado que no la encuentran adecuada (véase causa Vicentin sobre Precios de transferencia). En este punto: “Un factor pertinente para determinar si es adecuado o no el uso del precio cotizado para un *commodity* en concreto es la medida en que dicho precio cotizado se utiliza de forma generalizada y rutinaria en el curso ordinario de la actividad en el sector para negociar precios en operaciones no vinculadas comparables a la operación vinculada” (OCDE 2015, p. 6).

Condiciones de mercado. El presente método no tiene en cuenta las condiciones de mercado que serían comparables con la transacción realizada entre partes relacionadas. Es decir, supone de una forma poco realista que dichas condiciones se encuentran presentes en la cotización. A esto habría que sumarle cuestiones contractuales como fecha, volúmenes físicos, condiciones de entrega que difieran del precio de cotización. Al respecto, la OCDE menciona que: “El desarrollo y la implementación de reglas en materia de precios de transferencia que no tengan en cuenta el contexto económico, el sector y el modelo de negocio en el que operan las empresas asociadas y negocian entre ellas podría conducir a resultados arbitrarios y poco realistas, resultando en doble imposición o no imposición que impida el comercio y la inversión transfronterizas” (OCDE 2015, p. 4). En caso que existan diferencias significativas debieran realizarse ajustes al precio de mercado. Dichas diferencias podrían producirse debido a especificidades del producto, costos adicionales por el transporte, seguros o unidad de cuenta que debieran ser tenidas en cuenta en los correspondientes ajustes.

2. Ordenamiento internacional y posición de los contribuyentes.

Jurisprudencia limitada regionalmente. La jurisprudencia del sexto método se encuentra circunscripta a países en desarrollo que dependen tributariamente de sus respectivos sectores primario-exportadores. Aún en estos últimos, existe una amplia variación en la naturaleza, aplicación y procedimientos del Sexto Método (CIAT 2019). A su vez, la posición de dichos países suele ser débil respecto al poder que detentan las grandes empresas exportadoras. Es por ello que los grandes contribuyentes se hacen eco de las críticas y recomendaciones de países desarrollados en esta materia.

Contraposición a su aplicación. La OCDE realizó un borrador sobre la aplicación del Sexto Método para sectores vinculados a los *commodities* y consultó a sectores privados sobre el mismo. A partir de allí se recopilaron una gran varie-

dad de opiniones particularmente desfavorables sobre dicho borrador. Entre estas se encuentran aquellas que se oponen tajantemente al método, y otras menos desfavorables que pretendían mejorarlo. Entre las primeras, incluso consideraba que el método CUP no debía ser prioritario en su aplicación. Además, rechazaban que deba existir lineamientos específicos sobre los *commodities*, entendiendo que podría interpretarse como un tratamiento desigual hacia estos sectores respecto a los demás (Zuzunaga del Pino 2017).

Acceso a la información. Los países desarrollados ven al Sexto Método como una posible salida metodológica ante carencias graves de información, mientras que en los países en desarrollo el mismo constituye una herramienta de control. Estas diferencias respecto al aspecto prioritario o no del método se producen fruto a la disponibilidad de información. Dado el mayor acceso a información de los países desarrollados, estos pueden obviar del Sexto Método y aplicar metodologías más robustas. Aún así, las agencias tributarias en países en desarrollo no deberían aprovecharse de tal situación para recaudar impuestos.

Problemas para determinar la sustancia económica. En reiteradas ocasiones, las causas abiertas sobre precios de transferencia giran en torno a la dificultad para determinar la sustancia económica del intermediario. Generalmente, los contribuyentes alegan que el intermediario asume riesgos considerables, y posee activos que demuestran que sus ganancias se encuentran justificadas.

Parte II

Vaciamiento corporativo

Capítulo 3

Las transformaciones en la estructura corporativa: el vaciamiento de Vicentin SAIC y el fortalecimiento de Vicentin Family Group

3.1 La expansión del grupo Vicentin

El grupo Vicentin inició sus actividades en 1929 con una acopiadora de algodón creada en Avellaneda, Santa Fé. En las décadas siguientes pueden identificarse tres etapas en el desarrollo de la estructura del grupo: 1. Concentración con eje en la producción y exportación de aceites, 2. Diversificación e internacionalización en torno a Vicentin SAIC y 3. Desdoblamiento e internacionalización de la estructura corporativa. Si bien este apartado estará enfocado en la tercer etapa, cabe realizar algunas observaciones sobre las dos primeras.

En la década de 1940 se produce en Argentina un fuerte crecimiento industrial asociado a la política de industrialización de importaciones y a las oportunidades que originó la segunda guerra mundial. En este marco la empresa Vicentin –que hasta ese momento se encontraba integrada verticalmente en torno al procesamiento y acopio del algodón– instaló en 1943 una planta de aceites vegetales y otros subproductos del lino, algodón y maní (Lanciotti & Tumini 2013, p. 12). El grupo consolidó su presencia en el sector aceitero y en 1966 incorpora el proceso de extracción por solventes en su planta de Avellaneda, lo que implicó un salto en los niveles de producción.

En 1979 el gobierno de facto realizó una modificación de la Ley de Granos que autorizó a las firmas exportadoras a construir puertos privados, lo cual generó una ola de inversiones

de las empresas radicadas en la zona (Pellegriini et al. 2013). En 1979 Vicentin pone en funcionamiento en San Lorenzo su segunda planta de molienda de soja y girasol y en 1985 inaugura en esa misma localidad su terminal de embarque, convirtiéndose en su principal vía de exportación. A través de esta fuerte expansión Vicentin llegó a transformarse en la década de 1980 en una de las empresas con mayor capacidad productiva: en 1984 sus dos plantas representaban el 15% de la capacidad productiva de las 10 firmas más grandes del país (Feldman & Gutman 1989). También se convirtió en uno de los principales exportadores de aceite de soja del país: en 1990 ocupaba el cuarto puesto con el 7% de las ventas al exterior (Pierri 2009, p. 149). En paralelo, la firma Algodonera Avellaneda concentró la cadena productiva en torno a ese producto y realizó inversiones en nuevas plantas desmotadoras.

3.2 Concentración y diversificación a partir de los años noventa

En la década del '90 se produjo un aumento en la concentración empresarial en el procesamiento de soja y Vicentin logró consolidarse en el nuevo escenario aumentando su participación en las exportaciones totales: para el año 2000 continuaba siendo el cuarto exportador pero ahora explicaba el 12% del total del país. Durante aquellos años el grupo también inició una importante diversificación, que se intensificaría notablemente durante la década siguiente. Los principales desembarcos se dieron en el sector frigorífico (adquisición de Friar en 2004), biocombustibles (Renova, 2006), vitivinícola (Enav, 1997; Sottano, 2016; Viñas Argentinas, 2017), alimentario (Emulgrain, 2000; Alimentos Refrigerados, 2016) y servicios portuarios (Río del Norte, SD; Terminal Puerto de Rosario, 2010).

Cabe destacar que la mayor parte de esta diversificación se produjo durante la posconvertibilidad y que hasta el año 2014 Vicentin SAIC tuvo un rol central en la estructura corporativa del grupo, concentrando buena parte de las participaciones que se iban adquiriendo. Progresivamente la firma perdió centralidad en lo productivo para adquirir en paralelo rasgos de *holding*. Aunque seguía teniendo un rol relevante en la producción de aceites, incluso en esta actividad fue superada en importancia por Oleaginosa San Lorenzo, una controlada creada en 2005 para administrar su nueva planta en esa localidad ¹.

Durante la posconvertibilidad el grupo inició también un proceso acotado de internacionalización, que afectó más la arquitectura comercial y financiera de la organización que a su eje productivo (véase Cuadro 3.1). En 2004 se creó Vicentin SAIC Sucursal Uruguay, una entidad que, como veremos en los siguientes apartados, adquirió una gran importancia

¹En 2005 se creó Oleaginosa San Lorenzo con una capacidad productiva teórica de 10.000 tm de aceite de soja al día, casi un 50% más que la planta de Vicentin SAIC (CIARA, 2020).

Cuadro 3.1: Creación de empresas en el exterior del grupo Vicentin

Empresa	País	Año de creación
Vicentin SAIC Sucursal Uruguay	Uruguay	2004
Vicentin Europa	España	2005
Vicentin Paraguay	Paraguay	2005
Nacadie Comercial	Uruguay	2007
Tastil	Uruguay	2008
FRIAR Sucursal Uruguay	Uruguay	2010
Industria Agroalimentaria Latam	Uruguay	SD (2013 primera aparición)
Vicentin Family Group	Uruguay	2014
VFG Inversiones y Actividades Especiales	Uruguay	2014
Vicentin Brasil Com. Imp. y Exp.	Brasil	2017

Fuente: Elaboración propia, balances de la empresa Vicentin SAIC y dictámenes de la CNDC.

estratégica en la triangulación de exportaciones y de flujos financieros en los años siguientes. Un año más tarde se produjo otro hito con la aparición de Vicentin Paraguay, según el grupo con el objetivo de “comprar soja, transportarla por la hidrovía e industrializarla en Argentina” (*Comunicado Accionistas Vicentin 2020*, p. 2), amparándose en el régimen de admisión temporaria para el perfeccionamiento industrial. Desde su creación la empresa abasteció de materia prima a las firmas argentinas del grupo, habilitando la posibilidad de manipular los precios de transferencia. Cabe destacar que incluso cuando nuestro país prohibió en 2009 la importación de soja, el grueso de las exportaciones de Vicentin Paraguay siguió teniendo como compradoras a otras empresas del grupo, principalmente Vicentin SAIC Sucursal Uruguay. Casi en paralelo el grupo creó Vicentin Europa para comercializar los productos –principalmente harina de soja- en ese continente. Vicentin integró en su estructura tanto el eslabón de la provisión de materias primas como el de la comercialización de su producción industrial a través de la incorporación de empresas extranjeras.

3.3 Desdoblamiento e internacionalización de la estructura corporativa

A partir de 2013 se inició una transformación de su estructura corporativa, con la creación de una serie de empresas en Uruguay que durante los siguientes años absorbieron una parte de los activos más importantes del grupo. La pieza clave de este “desdoblamiento” fue Vicentin Family Group (VFG), con sede en Montevideo, que se transformó en el *holding* a través del cual se consolidaron las participaciones que se iban transfiriendo desde

Vicentin SAIC.

Este proceso formaba parte de un plan de reorganización del grupo, que declaraba el objetivo de separar las actividades de molienda y subproductos (la principal) de otras secundarias como la producción de carne, algodón, jugo de uva, etc. La hoja de ruta constaba de diferentes etapas: primero constituir la empresa controlante Vicentin Family Group y otras dos controladas (VFG Inversiones y Actividades Especiales (VFG IyAE) e Industria Agroalimentaria Latam (IALatam) que concentrarían la participación de las firmas “no centrales”. En una segunda etapa se realizaría la transferencia gradual de las empresas asignando a VFG IyAE las “actividades que no sean las principales” y a IALatam “las actividades comerciales principales del Grupo”. Y en una última fase “los accionistas de Vicentin venderán a la larga sus acciones en Vicentin a VFG; por lo tanto, las acciones de todas las empresas del Grupo Vicentin quedarán en poder de VFG (cuyas acciones ya se encuentran en poder de miembros de las familias de Vicentin)” (*CFI-Vicentin SAIC: contrato de préstamo 2017*, p. 89). Cabe señalar que en la presentación del grupo no se asigna ningún rol a Nacadie Comercial, que como veremos tendrá un lugar central, y que pertenece al grupo pero que formalmente no está controlada por VFG.

Nacadie Comercial es una sociedad anónima cerrada con acciones al portador, inscrita en Uruguay en julio de 2007. VFG no tiene participación accionaria alguna en la sociedad. Su representante legal es Patricio María Coghlan, que también es directivo de Enav (otra empresa del grupo Vicentin) y se desempeñó como encargado de negocios de Vicentin en Paraguay. Un informe reciente de la Inspección de Personas Jurídicas de Santa Fé señala que la firma controlante de Nacadie es la panameña Swass International Corporation (*SIGEN 2020*)².

Las cuatro empresas *holding* mencionadas han tenido un rol central en diversos sentidos. Por un lado, y como ya se mencionó, han servido para transferir activos que antes estaban en manos de Vicentin SAIC e incorporar otros durante el proceso de diversificación, generando una verdadera “estructura paralela” con sede formal en Uruguay. En segundo lugar, fueron piezas centrales en la arquitectura financiera de Vicentin, otorgando y solicitando importantes créditos a otras firmas del grupo, como se analizará más adelante en este informe. En tercer lugar, también funcionaron como intermediarios comerciales en las exportaciones del grupo.

En lo referido al primer punto, cabe señalar una serie de operaciones que a partir tendieron a fortalecer el rol de la rama encabezada por Vicentin Family Group. Entre 2014 y 2015 VFG I y AE le compró a Vicentin SAIC el 97% de una de sus principales firmas: Algodonera Avellaneda, que a su vez era la controlante de Gin Cotton, Sir Cotton y Sudeste Textiles. En 2016 el grupo realizó a través de Algodonera Avellaneda una de sus principales apuestas para profundizar la diversificación: la compra de Alimentos

²En el balance de Nacadie Swass aparece en la sección “cuentas por cobrar” por U\$S 8 millones.

Refrigerados (productora de las líneas de yogures y postres de Sancor)³. En agosto de 2014 VFG I y AE le compró a Vicentin SAIC el 50% de las acciones de Friar. Como el otro 49% ya se encontraba en poder de Nacadie Comercial (otra firma del grupo radicada en Uruguay), Vicentin SAIC sólo conservó el 0,4% de las acciones. También en 2014 Latam compró el 97% de la firma Buyanor.

Durante el año 2017 las adquisiciones de las firmas *holding* uruguayas se potenciaron notablemente (véase Cuadro 3.2). El grupo incorporó a través de VFG I y AE e Industria Agroalimentaria Latam el 100% de Patagonia Bio Energía, una productora de biocombustibles, que anteriormente era su proveedora⁴. Pero el mayor crecimiento lo experimentó VFG I y AE que además le compró a Vicentin SAIC el 50% de Enav, a Industria Agroalimentaria Latam el 90% de Alimentos Refrigerados y a la familia Sottano el 95% de la empresa homónima y a Sir Cotton el 5% de Sudetes Textiles⁵.

En 2018 el grupo continuó con su proceso de diversificación creando Vicentin Desarrollos, que pasó a estar bajo el control compartido de Oleaginosa San Lorenzo (Vicentin SAIC) y Sir Cotton (Vicentin Family Group)⁶.

Como resultado de esta etapa el grupo desarrolló una estructura dual con dos empresas *holding* principales: Vicentin SAIC (Argentina) y Vicentín Family Group (Uruguay) (véase Figura 3.1, 3.2 y 3.3). La primera quedó con participaciones muy relevantes en las empresas oleaginosas (Oleaginosa San Lorenzo, Vicentin Paraguay, Vicentin Brasil, entre otras), de biocombustibles (Renova y Biogas Avellaneda) y comercializadoras (Tastil y Vicentin Europa).

Vicentin Family Group por su parte, quedó con el control de dos empresas en Uruguay (VFG IyA e IALatam), a través de las cuales administra, además de las algodonerías, buena parte de las firmas adquiridas durante el proceso de diversificación. Sin embargo, “la división de tareas” entre ambas no se completó tal como manifestó el grupo. VFG IyAE no quedó a cargo exclusivamente de las actividades comerciales, sino de las principales empresas productoras de carne, alimentos y bebidas (como por ejemplo Friar, Alimentos Refrigerados, Enav y Sottano). Las firmas estrictamente comercializadoras quedaron en

³Entre 2017 y 2018 Algodonera transfirió el 90% de las acciones de Alimentos Refrigerados a otras empresas controladas por VFG.

⁴La compañía está formada por dos empresas nacionales: Cazenave y Asociados SA, una compañía de servicios para la agroindustria con casi 40 años de crecimiento y Energía & Soluciones SA dedicada a la producción y comercialización de energía, principalmente gas natural y combustibles. Durante la posconvertibilidad la empresa recibió ayuda financiera de Vicentin para ampliar su producción.

⁵Los balances de VFG I y AE del año 2017 también muestran que incorporó la firma Capible, de la cual no se logró obtener información. Por la valuación que figura en el estado contable puede concluirse que es una firma muy pequeña.

⁶A través de Vicentin Desarrollos el grupo tenía planificado construir una torre de departamentos destinados a clientes de alto poder adquisitivo en la ciudad de Reconquista (Santa Fé). Según declaraciones hechas a la prensa la firma pensaba invertir 25 millones de dólares en levantar un edificio de 15 a 20 pisos, que se transformaría en el más alto de la ciudad (Mirador Provincial, 28-6-2018). El otro emprendimiento anunciado era otra torre de características similares en la ciudad de Avellaneda. En septiembre de 2019 el grupo anunció la paralización de las obras.

Cuadro 3.2: Adquisiciones de los holdings uruguayos a partir del vaciamiento de Vicentin SAIC (2013-2017)

Empresa	Firma adquirida	Año	Participación	Vendedor
Industria Agroalimentaria Latam (Uruguay)	Sir Cotton	2013	97%	Algodonera Avellaneda (propiedad de Vicentin SAIC)
	Alimentos Refrigerados	2014	90%	Sancor
	Buyanor	2014	97%	Vicentin SAIC
	Patagonia Bio Energía (a través de las firmas españolas Patagonia Bio Energía Holfing 1 SL y Patagonia Bio Energía 2 SL)	2017	66%	-
	Vicentin Desarrollos (creada a través de Sir Cotton)	2018	50%	-
VFG Inversiones y Actividades Especiales (Uruguay)	Friar	2014	50%	Vicentin SAIC
	Algodonera Avellaneda	2014	50%	Vicentin SAIC
	Algodonera Avellaneda	2015	47%	Vicentin SAIC
	Alimentos Refrigerados (a través de South American Food Company)	2017	90%	Industria Agroalimentaria Latam
	Patagonia Bio Energía (a través de las firmas españolas Patagonia Bio Energía Holfing 1 SL y Patagonia Bio Energía 2 SL)	2017	33%	-
	Sottano	2017	95%*	Familia Sottano
	Enav	2017	50%	Vicentin SAIC
	Sudeste textiles	2017	5%	Sir Cotton
	Capible	2017	100%	-

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Vicentin SAIC, Algodonera Avellaneda, VFG Inversiones y Actividades Especiales e Industria Agroalimentaria Latam

*Vicentin SAIC compró el otro 5%.

manos de Vicentin SAIC.

Cabe destacar que durante los años 2019 y 2020 el grupo vendió participaciones accionarias muy relevantes en sus principales firmas de biocombustibles. En enero de 2019 el grupo se desprende del 66% de Patagonia Bio Energía a Molinos Agro (grupo Pérez Companc) y a Oleaginosa Moreno Hnos (Glencore)⁷.

A finales de 2019 y durante 2020 el grupo vendió distintas empresas para cancelar pasivos con ciertos acreedores. En diciembre de 2019, cuando los problemas financieros del grupo habían salido a la luz, Vicentin SAIC (Sucursal Uruguay), vendió el 16,67% de las acciones de Renova a Glencore por U\$S 122,7 millones que en parte canceló una deuda con Rabobank que tenía la cáscara uruguaya. En tanto, en septiembre de 2020, VFG vendió Friar a BAF Capital dado que este último era un acreedor de estas cáscaras uruguayas. Por lo tanto, la entrada de BAF Capital en Friar canceló pasivos a cambio de la firma.

⁷El 2 de enero de 2019 se cerró la operación por la cual Industria Agroalimentaria Latam vendió a Oleaginosa Moreno Hermanos y Molinos Agro el 65,35% de Patagonia Bio Energía Holding 1 SL (España) y Patagonia Bio Energía Holding 2 SL (España), empresas que a su vez poseía el 75% y el 25% de Patagonia Bio Energía SA (Argentina) respectivamente.

Figura 3.1:

Estructura corporativa de Vicentin

Investigación del Banco Nación, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.

Fuente de información: Balances de las empresas Vicentín SAIC, Friar y Algodonera Avellaneda del año 2018. Dictámenes de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia de 2018. Boletines oficiales.

* Empresa vendida en 2019

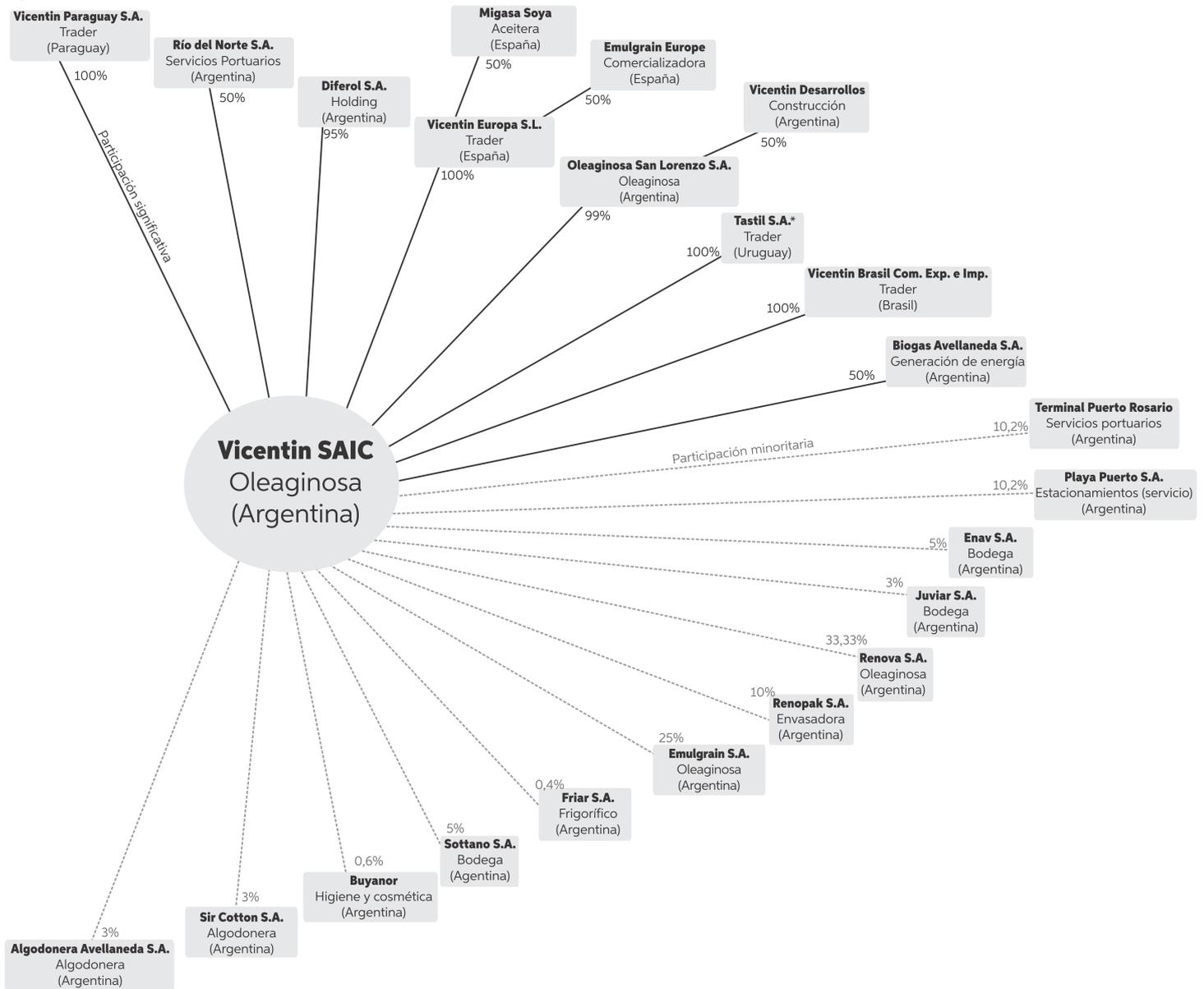


Figura 3.2:

Estructura corporativa de Vicentin Family Group

Investigación del Banco Nación Argentina, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.
 Fuente de información: Balances de las empresas Vicentin SAIC, Friar y Algodonera Avellaneda del año 2018, Vicentin Family Group, Vicentin Family Group Inversiones y Actividades Especiales, Industria Agroalimenticia Latam. Dictámenes de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia de 2018. Boletines oficiales.

— Participación significativa
 - - - Participación minoritaria

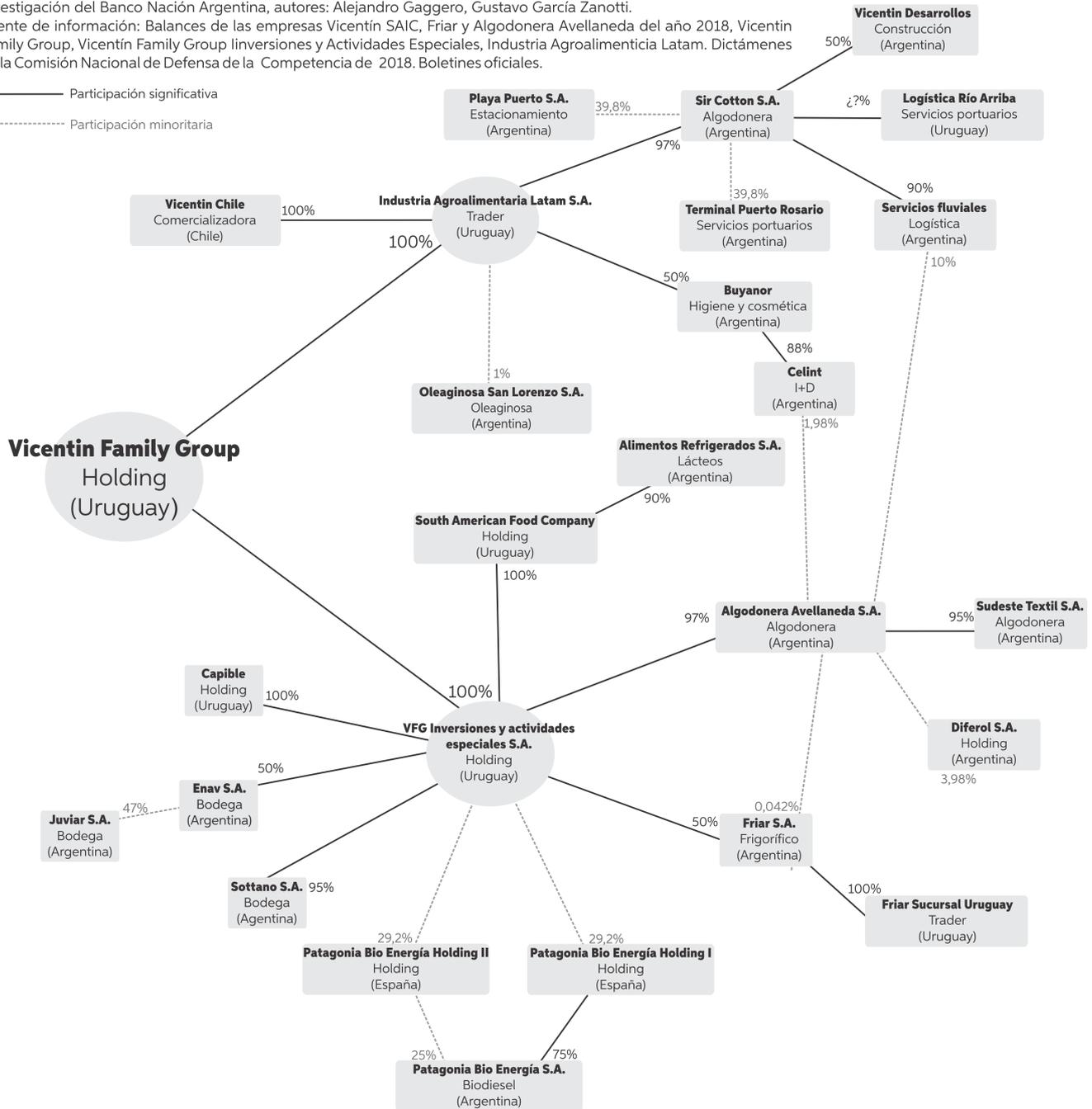
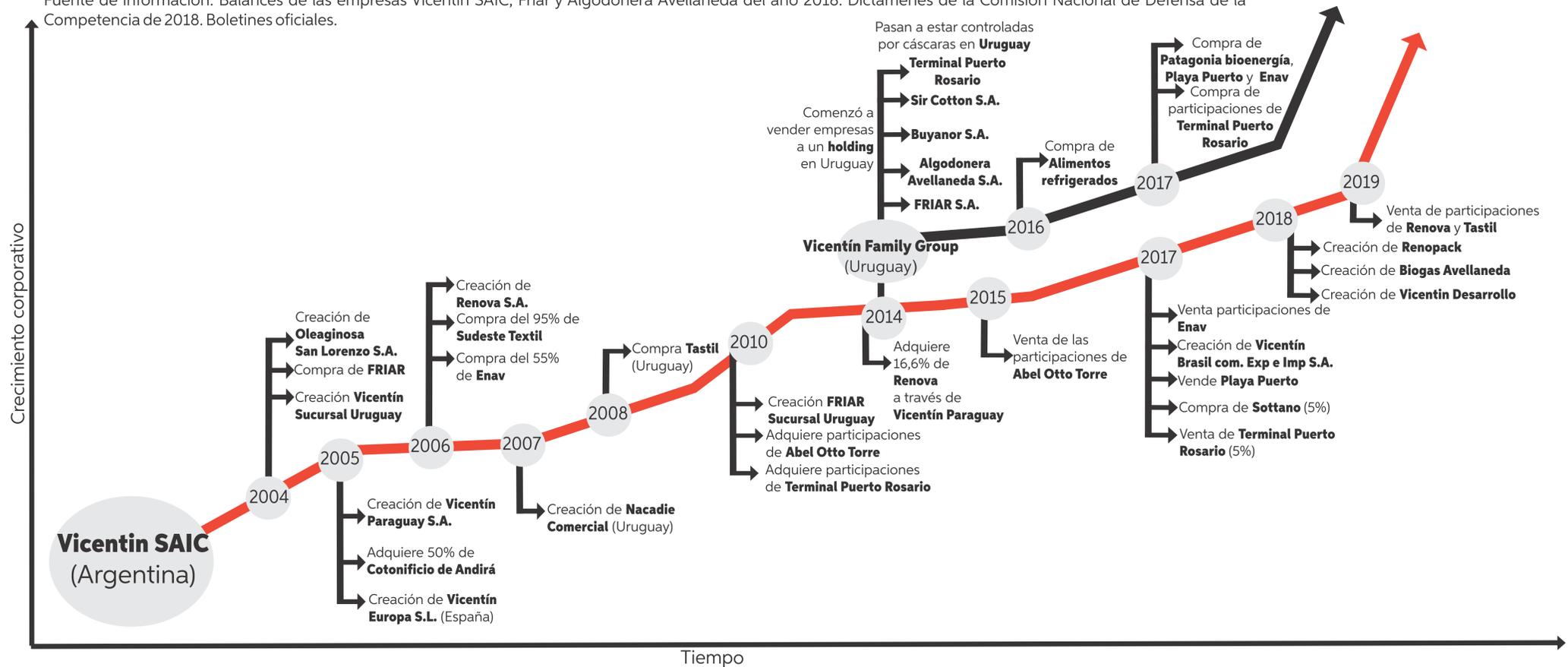


Figura 3.3:

Cambios en la estructura corporativa

Investigación del Banco Nación, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.

Fuente de información: Balances de las empresas Vicentín SAIC, Friar y Algodonera Avellaneda del año 2018. Dictámenes de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia de 2018. Boletines oficiales.



3.4 Los accionistas de las empresas controlantes y sus emprendimientos paralelos

Resulta interesante analizar la estructura accionaria de las dos principales empresas *holding* del grupo e indagar si existen lazos de propiedad entre ellas. Vicentin SAIC. es propiedad de 60 personas, integrantes de las familias Vicentin, Nardelli, Colombo, Padoán, Buyatti, Gazze y Torosi, entre las que tienen mayores participaciones. Los 10 principales accionistas -encabezados por Martín Sebastián Colombo y Sergio Roberto Vicentin- controlan el 38% de las acciones. Entre la poca información disponible sobre Vicentin Family Group, el dato comprobado más importante es que es propiedad del mismo conjunto de accionistas que Vicentin SAIC (CNDC 2017, p. 2) y que la participación accionaria de cada uno de ellos sería igual también ⁸.

Cabe señalar por último que los accionistas de Vicentin SAIC y Vicentin Family Group tienen participación en numerosas sociedades por fuera de la estructura del grupo. En algunos casos se trata de compañías en las que son socios los miembros de una rama familiar específica, otros parecieran ser emprendimientos individuales o en sociedad con otros empresarios. Dentro del primer caso puede mencionarse a Los Amores y Los Amores de Vista Flores, propiedad de algunos integrantes de la familia Padoán; Don Néstor, propiedad de la familia Buyatti; o La Porfia, en la que coinciden algunos Vicentin.

Por último vale destacar que algunas de estas sociedades figuran en el listado de acreedores del concurso. Es el caso de Los Amores (deuda por compras de \$ 2,55 millones), Reichel (familia Buyatti, deuda por \$ 154 mil).

3.5 Reestructuración corporativa y precios de transferencia: opacidad en la información contable

La reestructuración corporativa que llevó adelante Vicentin implicó la venta de numerosas empresas al *holding* encabezado por las empresas creadas en Uruguay, llevando a un vaciamiento de Vicentin SAIC como *holding* controlante.

Este tipo de operaciones puede dar lugar a la existencia de precios de transferencia cuando las ventas al se realizan por debajo de su valor, trasladando riqueza al exterior y generando una pérdida patrimonial a la vendedora. Esto se puede agravar cuando el grupo que se desprende del activo pero conserva obligaciones de esa firma.

El seguimiento de las operaciones entre Vicentin SAIC y los *holdings* radicados en

⁸Según la (CNDC 2017, p. 2): “Vicentin Family Group es una sociedad constituida y existentes de conformidad con las leyes de la República Oriental del Uruguay. La actividad principal de la firma consiste en realizar, como usuario de zonas francas, toda clase de actividades industriales, comerciales o de servicios. Su accionista principal es el señor Martín Sebastián Colombo con el 9,175% de las acciones emitidas y con derecho a voto”.

Cuadro 3.3: Principales accionistas de Vicentin SAIC

Nº orden	Apellido y nombre	Participación (%)	Puestos directivos en sociedades por dentro y fuera del grupo
1	Colombo, Martín Sebastián	9,65	Director en: Friar, Ríos del Norte, Vicentin Desarrollos, Algodonera Avellaneda, Sir Cotton, Gin Cotton, Buyanor y Vicentin Desarrollos
2	Vicentin, Sergio Roberto	5,09	Presidente de Vicentin Desarrollos. Por fuera de la estructura del grupo es presidente de La Porfia.
3	Padoán, Máximo Javier	3,50	Presidente de Terminal Puerto de Rosario, Vicepresidente de Oleaginosa San Lorenzo, director de Logística Río Arriba. Representante legal de Vicentin Paraguay, Por fuera de la estructura formal del grupo se desempeñó como presidente de Los Amores y Los Amores de Vista Flores y accionista de NTV
4	Padoán, Bettina Eliana	3,50	Directora suplente en Gin Cotton. Por fuera de la estructura del grupo fue directora suplente de Los Amores y socia en NTV.
5	Padoán, Alberto Dimas	3,50	Por fuera de la estructura de Vicentin fue director en Los Amores de Vista Flores y socio en NTV.
6	Padoán, Cynthia Johana	3,50	Directora en Sir Cotton, directora suplente en Logística Río Arriba. Por fuera de la estructura de Vicentin fue socia de NTV.
7	Torossi, Liliana Beatriz	3,28	Directora de La Clarita, socia en Negu (hasta 2009, junto a otros miembros de las familias Vicentin, Gazze, Buyatti y Nardelli)
8	Torosi, Horacio Raúl	3,28	--
9	Vicentin, Alcira Antonia	3,16	Directora de Sir Cotton y Algodonera Avellaneda. Directora suplente de Gin Cotton.
10	Vicentin, Clelia Mireya	3,03	Accionista de NTV

Fuente: Elaboración propia en Estructura corporativa base a expediente de concurso preventivo de Vicentin SAIC y Boletín Oficial de la Provincia de Santa Fé

Uruguay se vio dificultado por la opacidad de la información consignada en los balances. Sólo en algunos casos la firma informaba el monto de las operaciones de venta y muy rara vez los de compra de activos. En algunos casos incluso se señalaba la ganancia que implicó la operación pero no el precio pactado. Por ello, sólo se pudo reconstruir los destinos y montos desembolsados por las participaciones cuando se tuvo acceso a fuentes complementarias, como causas judiciales, información de prensa o actas de directorio. Como se verá más adelante en el presentación de los casos analizados en profundidad (Terminal Puerto Rosario y Playa Puerto), la información era discordante y sembraba dudas sobre la veracidad de los balances contables (como se verá en el siguiente capítulo).

El derrotero de las acciones de Friar constituye un ejemplo de las dificultades para reconstruir las operaciones de compra-venta de empresas al interior del grupo. El 1 de agosto de 2004 Vicentin SAIC compró el 90,91% de Diferol SA, cuyo principal activo era el 73% del Frigorífico Friar, sin consignar el monto involucrado en la operación ⁹. Unos 18 meses más tarde Vicentin le compró a su controlada el 69,69% del frigorífico, sin informar tampoco por qué monto. Al 31 de octubre de 2006 la firma informaba que poseía el 94,06% de las acciones de Friar, aunque no se informó en ese momento cómo se alcanzó dicha participación. Luego Vicentin transfirió el 49% a Nacadie y en 2014 el 50% de Friar a VFG Iy AE, informando en el balance un precio de \$60 millones, quedando con una participación del 0,4% ¹⁰. En agosto de 2020, luego de que Vicentin SAIC entrara en concurso de acreedores, los accionistas vendieron la participación que había sido transferida a VFG IyAE y Nacadie.

⁹En el balance de 2005 la participación en Diferol figura con una valuación contable de \$ 9,35 millones (unos US\$ 3,3 millones en ese momento).

¹⁰En el balance de ese año, la empresa señalaba: “Esta operación posibilitará que e nuevo accionista, sociedad del exterior, capitalice aportes con el objeto de absorber pérdidas y mejorar la estructura de financiamiento de la empresa”, señalaba el balance (*Balance contable Vicentin*, 2014, p.14).

Capítulo 4

Transferencias de activos hacia el holding uruguayo: el caso de Terminal Puerto de Rosario

En el año 2002 se licitó nuevamente la concesión de las terminales I y II del Puerto de Rosario, luego de una primera privatización durante la década del noventa que terminó en escándalo. La adjudicación fue para Terminal Puerto de Rosario S.A. (en adelante, TPR), una empresa cuya mayoría accionaria estaba en manos de las empresas Inter Rosario Port Service SA, Propuerto, Interlogística Portuaria y Abel Otto Torre (véase Cuadro 4.1).

Para diciembre de 2005, Propuerto compró la totalidad de las acciones de Inter Rosario Port Services, y 18 meses después las vendió a Jordi Pujol Ferrusola -empresario español e hijo del presidente de Cataluña homónimo-, quien pasó a controlar así el 30% de TPR.

Durante los años siguientes se produjo una crisis en la empresa, que incluyó conflictos entre los accionistas y una convocatoria de acreedores, proceso que terminó derivando en un cambio en la estructura de control. En 2010, Vicentin adquirió el 20% de Abel Otto Torre SA (AOTSA), en tanto, en mismo año esta última adquirió el 51% de TPR que se encontraba en manos de Propuerto (controlada por el empresario rosarino Gustavo Shanahan) e Interlogística Portuaria (de esta forma Vicentin SAIC detentó una participación del 10% de TPR en forma indirecta). Shanahan conservó por un tiempo el restante 19%, pero terminó vendiéndolo (presumiblemente a Vicentin).

En septiembre de 2012, la prensa informó que Pujol Ferrusola transfirió el 30% que conservaba en TPR al grupo chileno Ultramar. Los principales directivos del grupo Vicentin festejaron la novedad y confirmaron que estuvieron involucrados en la concreción de la operación. “Vicentín no estuvo al margen de este proceso de venta. Participó activamente y lo condujo. Ya que el grupo español tenía la decisión de vender y retirarse del negocio buscamos un socio con el que tengamos afinidades empresaria, historia similar y comunidad de interés y proyecto para invertir y levantar al puerto de Rosario y ahí

Cuadro 4.1: Empresas involucradas en las transferencias del paquete accionario de Terminal Puerto Rosario (2002-2012)

Empresa	Fecha de creación	País	Hechos relevantes
Terminal Puerto de Rosario SA	7/7/02	Argentina	Su objeto social fue la explotación de la concesión otorgada por el Ente Administrador de Puertos de Rosario. Sus accionistas principales inicialmente fueron Propuerto, Interlogística Portuaria e Inter Rosario Port Services.
Inter Rosario Port Services SA	10/1/02	España	La actividad de la firma desde su constitución fue la administración de participaciones relativas al puerto argentino de la localidad de Rosario. Sus accionistas inicialmente fueron empresas españolas de la zona de Tarragona (Cementos Hornos SL, TPS Tarragona Port Services, Silos de Tarragona SA). Luego fue adquirida por Propuerto, luego por Jordi Pujol.
Propuerto SA	7/5/02	Argentina	La empresa en 2007 se transforma en la accionista mayoritaria de TPR. Entre 2010 y 2012 vende toda su participación a AOTSA y Vicentin. Figura como acreedor de Vicentin en el concurso
Interlogística Portuaria	12/12/01	España	Fue uno de los accionistas de TPR. Entre 2010 y 2012 vendió sus acciones a AOTSA y Vicentin. Figura como acreedor de Vicentin en el concurso.
Abel Otto Torre SA (AOTSA)	SD	Argentina	Firma que administró el puerto de Barranqueras (Chaco). Fue accionista minoritario de TPR hasta 2010. Ese año adquirió el 51% pero en los dos años siguientes cedió el control a Vicentin.
Inversiones Portuarias Andinas Limitada	28/6/2012 (inscripción en el Registro Público de Rosario)	Chile	Sus directores son personas vinculadas al grupo Ultramar (Chile). Presumiblemente mediante esta empresa adquirió de Vicentin la participación del 30% de TPR.
Inversiones Logísticas Andinas Limitada	17/5/2017 (inscripción en el Registro Público de Rosario)	Chile	Sus directores son personas vinculadas al grupo Ultramar (Chile). Mediante esta empresa se adquirió el 20% de TPR y el 50% de Playa Puerto en 2017.

Fuente: Elaboración propia en base a información del Boletín Oficial de la República Argentina, Boletín oficial de la Provincia de Santa Fé

apareció que lo mejor era conducir el proceso para que llegue Ultramar”, resaltó Gustavo Nardelli (Punto Biz, 14-9-2012).

Luego de esta última operación, Vicentin tenía el control de TPR, hecho que se reflejó en la composición del directorio ¹. En diciembre de ese año renunciaron Shanahan y Pujol Ferrusola y se nombró presidente a Gustavo Luis Nardelli y vicepresidente a Máximo Padoán (dos accionistas de Vicentin), mientras que el resto del directorio quedó conformado por dos representantes del grupo Ultramar y uno de AOTSA (Boletín Oficial de la Provincia de Santa Fé, 16-12-2013) ². Sin embargo, este control no fue reflejado en el balance

¹El 23 de enero de 2013 se celebró la asamblea de Propuerto donde se aprobó formalmente la operación (Boletín Oficial de la República Argentina, 8-1-2013).

²A partir del 17 de diciembre de 2010, luego de que AOTSA comprara el 51% de TPR, el directorio había estado presidido por un representante de la compradora (su principal accionista, Carlos Vicente Bello) e integrado por Shanahan y Pujol Ferrusola. Dos años después AOTSA había sido desplazada de la presidencia (conservaba un director), y el control quedó en manos de Vicentin y Ultramar. Esta

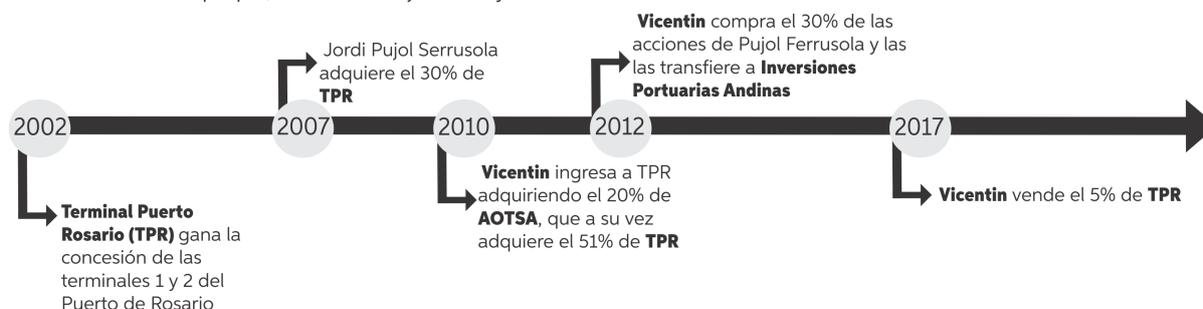
de Vicentin, que para 2013 sólo declaraba poseer el 20% de AOTSA (véase Figura 4.1).

Figura 4.1:

Terminal Puerto Rosario

Investigación del Banco Nación, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.

Fuente: Elaboración propia, documentos jurídicos y balances contables.



En 2013 se concretó una denuncia en la justicia española contra Jordi Pujol Ferrusola por posible lavado de dinero. Un informe de la Agencia Tributaria española detectó que Pujol movió 32 millones de euros con destino a un grupo de países, entre ellos a Argentina, y a diversas guaridas fiscales, operaciones que se llevaron a cabo entre el 30 de marzo de 2004 y el 28 de noviembre de 2012 (Punto Biz, 16-4-2013), y que tuvieron como objetivo, blanquear capitales a partir de la compra y venta de empresas.

La investigación judicial durante los años siguientes permitió reconstruir las distintas operaciones de compra y venta de participaciones de TPR que involucraron directamente a Vicentin en las mismas. La evidencia judicial probó que la empresa Inter Rosario Port Services de Pujol transfirió el 30% de TPR a Vicentin SAIC a través de un contrato privado con fecha 10-07-2012 por US\$ 8.932.591,78 a pagar de la siguiente forma: un pago inicial de 1.932.591,78 U\$, 4 pagos anuales de 1 millón USD y 3 U\$ millones al cumplirse los 5 años de firmado el acuerdo. Según la causa judicial española, en el contrato se estableció como cuenta de abono la número 115049141 de la entidad BANCO SANTANDER INTERNACIONAL en Miami. Sin embargo “el 31.12.2013 se recibió en la cuenta española con numeración 0182 4679 2012022038 titularidad de INTER ROSARIO PORT SERVICES SA, una orden de pago emitida desde Francia por VICENTIN SAIC, que se correspondería con uno de los pagos referidos” (*Juzgado de Instrucción Nº 005 de Madrid 2017*, p. 11). Cabe señalar también que según la mencionada causa, la última cuota se transfirió el 18-12-2017 por un monto de 2,6 U\$ millones y que el contrato señalaba que Shanahan participó en el armado de la operación, el cual sería el encargado de realizar el seguimiento de los pagos ³.

estructura de gobierno se mantuvo durante los años siguientes.

³Según la causa tramitada en España “En el contrato inicial ambos manifiestan que SHANAHAN hizo gestiones para la venta de la sociedad TERMINAL PUERTO ROSARIO, de la que era socio INTER ROSARIO PORT SERVICES a la empresa argentina VICENTÍN SAIC, alegando ahora que SHANAHAN

Sin embargo, estas participaciones adquiridas por Vicentin SAIC y ocultas en su información contable, fueron transferidas al poco tiempo al grupo chileno antes mencionado. Inversiones Portuarias Andinas, empresa del grupo chileno Ultramar señalada por la prensa como comprador de las acciones de TPR, fue creada el 28-12-2012, poco antes de la operación. Luego de esa fecha se produjo un movimiento en el directorio de TPR, incorporando dos directores de la empresa chilena. Estos elementos llevan a pensar que la firma extranjera efectivamente adquirió la participación de Pujol y que Vicentin SAIC funcionó como un intermediario, probablemente para evitar las restricciones cambiarias que regían en ese momento en el país⁴.

Tal operación de compra-venta no fue informada por Vicentin en sus libros contables. Particularmente, Vicentin SAIC vendió sus participaciones en AOTSA en el año 2015, aunque sin consignar el comprador. Dicha operación se concretó por \$5.248.368 (algo más de U\$S 550 mil), lo cual resulta muy llamativo dado que el precio de compra fue cinco veces mayor. Con la información disponible todavía quedan dudas sobre la participación de TPR que eran detentadas por AOTSA en ese momento, ya que, teniendo en cuenta lo explicado más arriba, es probable que se hayan vendido gran parte de las acciones a Vicentin con anterioridad. Tampoco resulta clara la relación de AOTSA con Vicentin a partir de 2010, puesto que desde 2012 parece haberse retirado de la administración portuaria⁵.

En 2014, el balance de Vicentin SAIC informó la adquisición en forma directa de una participación del 15,27% en TPR, por un valor contable de \$49,27 millones (casi U\$S 6 millones). En tanto, en 2017 Vicentin vendió el 5% (sin consignar al comprador en el balance), informando un resultado por venta de acciones de \$141,7 millones (casi 8 U\$S millones), un monto llamativo por la diferencia con los desembolsos de otras operaciones (véase Cuadro 4.2). Esta transferencia también abre interrogantes sobre la errática valuación contable de la tenencia accionaria de TPR que figura en los balances⁶.

Pero luego de la crisis financiera que explotó a finales de 2019 un informe de la Sigen que sistematizó las actas del directorio de la empresa durante los últimos años informó

hizo ‘numerosas gestiones y negociaciones’. Además, SHANAHAN se compromete ahora a "hacer un seguimiento de la cobranza cuotas pendiente del pago procedentes de VICENTIN". Por las gestiones anteriores INTER ROSARIO PORT SERVICES se compromete a pagar la cantidad de 850.000 USD a SHANAHAN" (*Juzgado de Instrucción N° 005 de Madrid 2020*, p. 343) .

⁴Cabe señalar que en uno de los artículos periodísticos que informaron sobre el hecho se afirmaba que la concreción de la operación se demoró varios meses “por la gran cuota de incertidumbre macroeconómica que genera la Argentina para los inversores extranjeros, ya que las medidas de restricción cambiaria, giro de utilidades y cepo a las importaciones” (Tres Líneas, 14-9-2012).

⁵El presidente de la empresa en esos años, Carlos Bello, fue condenado por administración fraudulenta en 2013 por hechos ocurridos en Chaco años antes. Posteriormente siguió desempeñándose como director en TPR y en Playa Puerto, otra empresa controlada por Vicentin.

⁶Mientras que en 2014 el 15,27% de TPR tenía un valor contable de \$49,27 millones, un año más tarde pasa a \$50,88 y en 2016 a \$102,1 millones. En 2017, luego de vender el 5% y declarar una ganancia por la operación de \$141,7 millones, el valor contable del 10,2% restante pasa a \$54,33 millones. Por otro lado, Vicentin declara en el balance de 2015 que vendió su participación en AOTSA por \$54.248.368 “generando un resultado por venta de acciones (pérdida) de \$5.608.983” (*Balance contable Vicentin*, 2015).

Cuadro 4.2: Transferencias de acciones de Vicentin en Terminal Puerto de Rosario

Vendedor	Participación	Comprador	Año operación	Monto
Gustavo Shanahan	10% (20% de AOTSA)	Vicentin SAIC	2010	U\$S 2,5 millones (valuación contable)
Jordi Pujol Serrusola	30%	Vicentin SAIC	2012	U\$D 8,93 millones
SD	15%	Vicentin SAIC	2014	U\$S 5,80 millones (valuación contable)
Vicentin SAIC	SD (20% de AOTSA)	SD	2015	U\$D 0,55 millones
Vicentin SAIC	5%	SD	2017	U\$S 7,90 millones (resultado)

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Vicentin SAIC y Juzgado de Instrucción N° 005 de Madrid

*La conversión a dólares se realizó utilizando el tipo de cambio oficial de octubre de cada año

que el 30 de octubre de 2017 la firma aprobó la venta del 20% de las acciones de TPR a Inversiones Logísticas Andinas (controlada por el grupo chileno Ultramar) por U\$S 14,5 millones (SIGEN 2020, p. 13). El dato es llamativo no sólo porque difiere de la operación informada por la empresa sino porque en 2017 Vicentin tenía sólo el 15% de TPR según sus balances.

Las transferencias de participaciones accionarias de TPR también generan algunas incógnitas sobre las deudas declaradas por Vicentin SAIC en el expediente del concurso de acreedores. Para el año 2019, Vicentin SAIC poseía el 10,2% de TPR, mientras que las cáscaras uruguayas detentaban al menos un 39,8% de la empresa portuaria a través de Sir Cotton. Se desconoce el proceso por el cual esta última firma pudo adquirir tal capital accionario. Presumiblemente esto fue posible gracias a las reiteradas compra-ventas de participaciones del grupo de control de TPR, y que tuvo como protagonista a Vicentin SAIC. Eventualmente, esta última realizó transacciones de compra-venta con las cáscaras uruguayas que dieran como resultado tal distribución accionaria.

Dicho esto, cabe aclarar que dentro de los mayores pasivos originados por compras de bienes y servicios (Cuadro 4.3), se encuentran tres empresas que en otrora habían vendido acciones de TPR. Se trata de la española Interlogística Portuaria con una deuda declarada de \$57,4 millones de pesos, Propuerto –la empresa controlada por Gustavo Shanahan- con una deuda de \$51,6 millones y Abel Otto Torre –la firma a través de la cual había ingresado a TPR originalmente- con \$48,7 millones.

Teniendo en cuenta los hechos descriptos cabe suponer que se tratan en realidad de las cuotas remanentes por la adquisición de las participaciones de TPR. Como Vicentin vendió su participación accionaria en AOTSA en 2015, podría plantearse como hipótesis

Cuadro 4.3: Principales acreedores en el Concurso preventivo de acreedores de Vicentin SAIC como consecuencia de compra de bienes y servicios, en millones de \$

Legajo	Razón social	Monto (\$)	País
558	Cargill Incorporated	287,90	EEUU
584	Scoular Uruguay S.A.	181,7	Uruguay
155	Archer DanielsMidland Co	137,8	EEUU
237	CAMMESA	129,3	Argentina
528	Nitron Group LLC	119,5	Global
566	Bunge Agritrade S.A.	84	EEUU
576	Marubeni America Corporation	71,2	EEUU
564	Louis Dreyfus	66,3	Suiza
580	Interlogística Portuaria	57,4	España
579	Propuerto	51,6	Argentina
224	Abel Otto Torre S.A.	48,7	Argentina
152	Rafael G. Albanesi SACIIF	45,3	Argentina
577	Martínez Luis César Victoriano	42,4	Argentina
578	Martínez Cristina Beatriz	42,4	Argentina
565	COFCO International Resources	34,7	España

Fuente: Expediente del concurso de acreedores.

que estas hayan comprado sus acciones en TPR, generando una deuda a pagar en cuotas (tal como hizo con Inter Rosario Port Services de Pujol Serrusola). Lo mismo podría afirmarse con respecto a las firmas propiedad de Gustavo Shanahan. Si éste fuera el caso podría haberse cometido una irregularidad ya que esas participaciones accionarias fueron transferidas a firmas no controladas por Vicentin SAIC, sino por Vicentin Family Group.

La empresa Playa Puerto está ubicada en el puerto de Rosario, lindante con las instalaciones de TPR y cuenta con un importante predio de actividades de logística. El 24 de octubre de 2017 –unos días antes de transferir el 20% de TPR al grupo chileno Ultramar- el directorio de Vicentin aprobó la compra de la totalidad del paquete accionario de la firma por U\$S 2.542.978,86 (SIGEN 2020, p. 12). Tan solo 2 días después la empresa aprobó la propuesta de venta del 50% de Playa Puerto S.A. en favor de la sociedad Inversiones Logística Andinas Limitada –del grupo Ultramar- por la suma total de U\$S 1.484.253 en la forma de pago a convenir con las partes. Un día más tarde se vendió el 39,8% a Sir Cotton –controlada por VFG IyAE- por \$ 20,8 millones. De esta forma, en unos pocos días Vicentin SAIC pasó de controlar Playa Puerto a poseer sólo el 10,2% de las acciones, replicando la estructura de propiedad de TPR.

Parte III

Vaciamiento financiero

Capítulo 5

Fuentes de financiamiento y su destino

En esta sección realizaremos un análisis del comportamiento del grupo Vicentin, focalizándonos en las fuentes y destino del financiamiento. Para ello describiremos y analizaremos la información contable de las firmas integrantes del grupo, a partir de los lineamientos expuestos en el apartado metodológico. Dividiremos el punteo en tres partes. En primer lugar, la caracterización de un comportamiento regular y continuo en lo que respecta a las fuentes y destinos del financiamiento. Esto incluirá por un lado, a las firmas argentinas del grupo, integradas por Vicentin SAIC, Algodonera Avellaneda S.A., FRIAR S.A., y Renova S.A. En segundo lugar, analizaremos la ruptura de ciertas regularidades de dicho comportamiento que tuvo Vicentin SAIC meses antes de la presentación del Concurso preventivo de acreedores.

Respecto al primer punto mencionado, podríamos caracterizar ciertas continuidades o tendencias generales que tienen que ver con el crecimiento sostenido de las ventas, las ganancias y el patrimonio neto de Vicentin SAIC, así como del grupo en su conjunto. A estas deben añadirse ciertas regularidades constituidas por diversas prácticas especulativas y posibilitadas por dicho dinamismo corporativo. Estas prácticas podrían considerarse cuestionables desde el punto de vista de la reproducción del capital en el largo plazo ya que significaron: un creciente endeudamiento, la reproducción de la fuga de capitales a través de mecanismos de precios de transferencia y formación de activos externos, venta de empresas a cáscaras en países de baja tributación, una serie de préstamos intra-firma que posiblemente podrían haber desviado fondos a sociedades en países de baja tributación, una reducida inversión productiva en comparación a sus ganancias, y una elevada inversión financiera en conjunto con la reproducción de activos líquidos que retribuyeron beneficios en el corto plazo.

A cuenta de este último señalamiento, la empresa debiera ser considerada como un claro ganador dentro del período analizado. Su crecimiento podría ser comprendido por la mejora que la misma tuvo en el ranking de las empresas que más facturan en Argentina ya

que pasó de ocupar el puesto 19° en el año 2015 al 6° en el año 2018¹. Este crecimiento fue posibilitado por su inserción sectorial vinculado a las ventajas comparativas que posee la Argentina. Adicionalmente, el grupo expresa su poder económico reflejado como proveedor de divisas, y detenta por tal, amplias libertades para desarrollar transacciones de ingreso y salida de divisas en todos los renglones del balance cambiario.

Por otra parte, a finales del año 2019, la firma Vicentin SAIC comenzó a mostrar números poco consistentes. Por ello, la quiebra de una empresa con tal dinamismo económico dentro en un sector privilegiado resultó ser sorpresiva para la opinión pública. En este sentido, para el 31 de enero de 2020, la firma dió cuenta de un patrimonio neto por unos US\$ 1.054 millones; sin embargo, días después, el 9 de febrero de 2020, la compañía poseía un patrimonio neto de 41 millones. El análisis de las fuentes y destinos del financiamiento permiten afirmar que las deudas comerciales y financieras vinculadas al capital de trabajo crecieron desmedidamente, siendo su destino un fenómeno sumamente llamativo dado que no fueron correspondidas con activos del mismo tipo. Estos últimos activos se vieron reducidos a una mínima expresión en dicho período, tanto en términos absolutos como relativos. Cabe considerar que una empresa aceitera de esta magnitud no podría funcionar en caso de ser desposeída de su capital de trabajo, así como no lo podría hacer sin el financiamiento necesario para reproducirlo. En definitiva, si bien el grupo logró detentar un crecimiento en su estructura, reprodujo una serie de prácticas especulativas que resultaron un agravante para su quiebra.

5.1 Continuidades en su comportamiento y performance

5.1.1 Fuentes de financiamiento

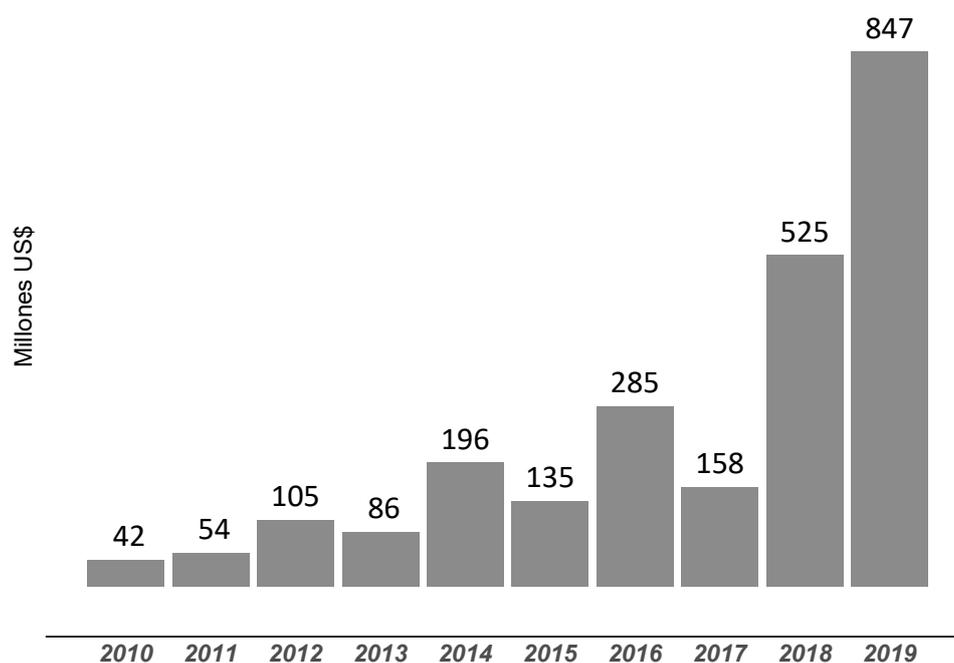
5.1.1.1 Ganancias operativas

Las firmas del grupo Vicentin tuvieron un acelerado dinamismo en los últimos años. Particularmente las ganancias operativas de Vicentin SAIC fueron en ascenso continuo. Estas crecieron desde los US\$ 42 millones en el año 2010 a los 847 millones en 2019 (véase Figura 5.1). Particularmente la firma incrementó sus ganancias operativas en aquellos años de crecientes devaluaciones a pesar que los accionistas justificaran el derrotero patrimonial de la compañía por dicho fenómeno (*Comunicado Accionistas Vicentin 2020*)². Las ganancias operativas crecieron ampliamente tanto en los años 2014, 2016, 2018 y 2019. Las devaluaciones alteraron los precios relativos permitiendo capturar un excedente considera-

¹Información provista por la Revista Mercado.

²“Somos una empresa endeudada, en U\$, que no sólo fue afectada por las devaluaciones de nuestro peso, sino por los intereses y comisiones de las distintas refinanciaciones” (*Comunicado Accionistas Vicentin 2020*, p. 1).

Figura 5.1: Vicentin SAIC: ganancias operativas en millones US\$ (2010-2019)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

ble debido a que su facturación se encuentra nominada en dólares³. Esta misma situación fue replicada en las demás empresas del grupo. Tanto Algodonera Avellaneda S.A. como Friar S.A.⁴ incrementaron sus excedentes en el año 2018, respecto a años anteriores⁵.

En un contexto de ganancias crecientes, el ingreso a Concurso preventivo de acreedores incorpora un matiz novedoso respecto a las decisiones empresariales que llevaron a esta situación. Esto se debe a que una vez producido el Concurso de acreedores, la rueda económica se detiene y la dinámica mostrada no podría ser reproducida.

Dicha dinámica de ganancias crecientes fueron posibles a pesar de diversos acontecimientos tanto nacionales como internacionales que afectaron adversamente al sector. Entre estos se encuentran: la mayor sequía de los últimos 50 años que golpeó la cosecha de soja⁶; el aumento de las tarifas y el valor de la energía; el aumento del costo financiero tras el alza de las tasas de interés nacionales e internacionales⁷; el mayor proteccionismo

³“Sin lugar a dudas, al 31-08, el dólar saltó a cerca de \$ 40.- cada U\$S y a partir de allí, fue creciendo, hasta llegar al pico señalado, pero desde ese momento se ha logrado una estabilización de la divisa, en torno de los \$ 38.- cada U\$S, nivel que, de cualquier manera, torna en competitivo al tipo de cambio [...]” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 5).

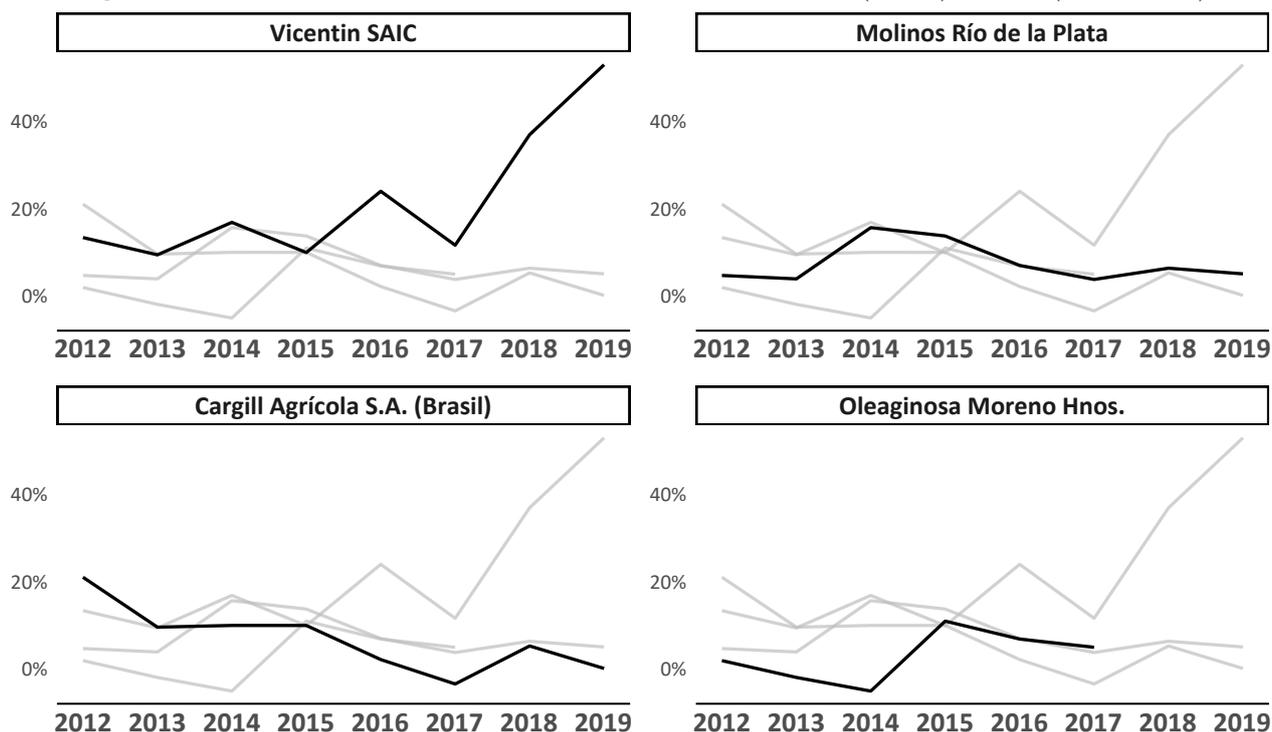
⁴“El aumento de las ventas externas fue incesante a lo largo del año e incluso hubo un fuerte salto en octubre y noviembre[...]” (*Balance contable de Friar S.A.*, 2018).

⁵Tanto Algodonera Avellaneda como Friar lograron alcanzar una ganancia operativa considerable en el año 2018. Mientras la primera obtuvo unos US\$ 57 millones en ganancias por su actividad principal, Friar lo hizo por unos US\$ 21 millones.

⁶“No obstante ello, nuestro país, Argentina, viene de soportar la peor sequía de los últimos 50 años y con ello, se produjo una caída sensible en el volumen de soja [...]” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 13).

⁷En su balance del 2018 menciona que la suba de la tasa de interés afectó negativamente a toda la industria manufacturera en general (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 5).

Figura 5.2: Empresas del sector: rentabilidad comparada (ROA) en %, (2012-2019)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

de las potencias económicas a partir de la guerra comercial entre EEUU y China⁸, etc. Ante este escenario la firma en sus memorias de febrero de 2019 mostró expectativas propicias: “Por otra parte, se observan pronósticos favorables para el 2019, con relación al sector donde actúa la Empresa: la agroindustria [...]” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 6).

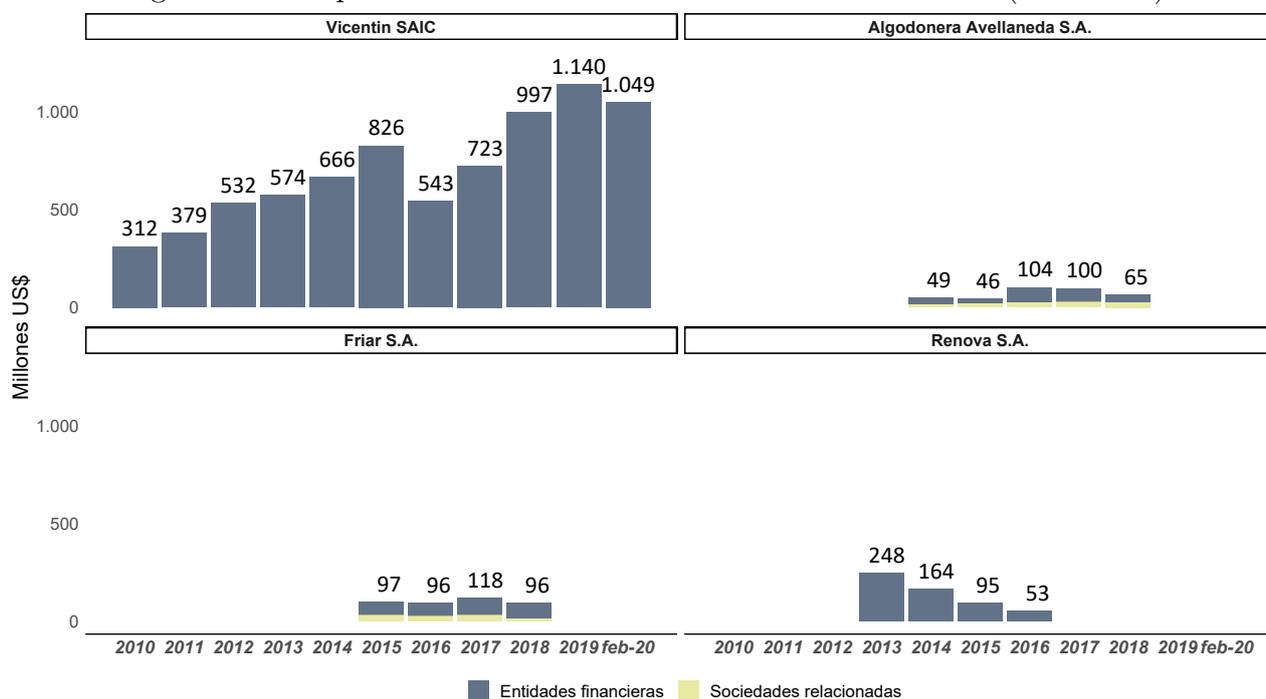
En lo que respecta a la evolución de la rentabilidad comprada, Vicentin SAIC exhibió resultados favorables en relación a su competencia (véase Figura 5.2). Diversas empresas del sector se vieron afectadas por la dinámica comercial en torno a los precios internacionales, los cuales no mostraron los niveles de otrora⁹. A pesar de dichas circunstancias, la tasa de rentabilidad de Vicentin SAIC se incrementó en los últimos años al igual que sus ganancias, reflejándose como una ganadora incluso dentro de las firmas del sector.

⁸“No se nos escapa, que uno de los problemas que ha preocupado al mundo desde marzo de 2018, ha sido y sigue siendo aún hoy, es el conflicto comercial entre EE.UU. y China, sobre política arancelaria, que en parte se extendiera con un endurecimiento de la misma, con Europa, Japón, Australia, Canadá, y Corea del Sur [...]” (*Balance contable Vicentin*, 2018).

⁹“Entre los principales motivos para estos cambios encontramos a la ‘Guerra Comercial’ entre Estados Unidos y China, la desaceleración del crecimiento en Europa y Asia, y finalmente la incertidumbre que genera el Brexit (salida del Reino Unido de la Unión Europea) al Bloque. Justamente, la escalada recíproca de aranceles entre Estados Unidos y China, afecta principalmente a las materias primas agrícolas, que experimentan valores en baja desde fines de agosto de 2018, conflicto aún no resuelto y de potencial riesgo para el próximo período” (*Balance contable Molinos Agro*, 2019, p.9-10).

5.1.1.2 Endeudamiento

Figura 5.3: Grupo Vicentin: deudas financieras en millones US\$ (2010-2020)



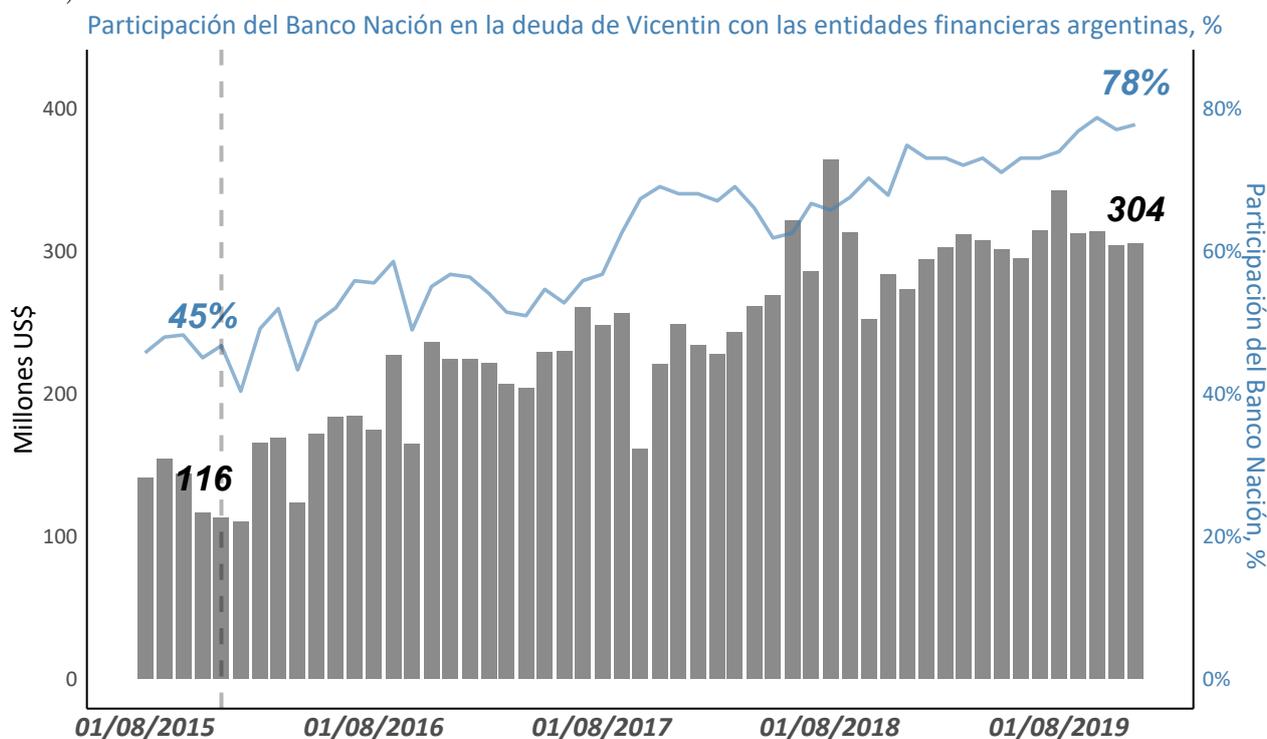
Fuente: elaboración propia, balances contables.

El endeudamiento del grupo Vicentin debe ser separado por cada una de las empresas que integran al mismo. En primer lugar, Vicentin SAIC vio incrementado sus pasivos financieros a lo largo de la serie, pasando de los US\$ 312 millones en 2010 a los US\$ 1.049 millones en febrero de 2020 (la única excepción comprende al año 2016) (véase Figura 5.3). De esta forma, el incremento de dichos pasivos podría constituirse en una tendencia general de su comportamiento. Desde ya, este endeudamiento se encontró vinculado al financiamiento del capital de trabajo. Generalmente el aumento de los pasivos financieros de la firma fue realizado a través tanto de entidades financieras tanto nacionales como internacionales, así como también, por medio de la emisión de títulos corporativos. La única particularidad se presenta en los balance de sumas y saldos de Vicentin SAIC tanto al 31 de julio como octubre de 2019, y al 31 de enero de 2020, dado que la compañía mostró una persistente deuda financiera por US\$ 18 millones con la Sucursal en Uruguay.

Dicho esto último deberíamos realizar una aclaración proveniente de la estructura del grupo. Vicentin SAIC posee una Sucursal en Uruguay que se constituye como intermediario financiero. Dado que esta posee tal particular forma jurídica, los balances contables no suelen discriminar entre esta última y la Casa Matriz en Argentina. Es decir, las dos compañías constituyen una continuidad jurídica. Es por ello, que: 1) parte del financiamiento asumido por Vicentin SAIC podría ser destinado a la mencionada Sucursal en Uruguay, más aún, si tenemos en el período de flexibilización cambiaria bajo el gobierno de Cam-

bienes; 2) la emisión de títulos corporativos podrían ser adquiridos por estructuras en otros países perteneciente al grupo. De esta forma, el grupo podría haber transformado dichos préstamos de entidades financieras en préstamos intra-firma.

Figura 5.4: Vicentin SAIC: deuda con el Banco Nación, millones US\$ (Ago-15 hasta Dic-19)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

En segundo lugar, como puede observarse en la figura, tanto Algodonera Avellaneda S.A. como Friar S.A. adquirieron pasivos financieros provenientes tanto de entidades financieras como de sociedades relacionadas (intra-firma). En ambos casos, estos préstamos fueron otorgados por estructuras del grupo radicadas en Uruguay. Es por ello que estas prácticas refuerzan la idea por la cual, las empresas en el exterior se articulan como intermediarios financieros en forma continua y permanente. Entre las firmas en el exterior que otorgaron dichos préstamos, se hallaron tanto a Vicentin SAIC Sucursal Uruguay como a Vicentin Family Group Inversiones y Actividades Especiales (Uruguay).

En la misma línea, el incremento del endeudamiento de Vicentin SAIC se produjo gracias a la creciente participación que tuvo su principal acreedor, el Banco de la Nación Argentina (véase Figura 5.4). Este último incrementó los préstamos desde los US\$ 116 millones a finales de 2015 a los 304 millones en diciembre de 2019. En la misma línea, del total de préstamos que el sistema bancario argentino le había otorgado a Vicentin, el Banco de la Nación Argentina poseía una participación del 45% para diciembre de 2015, en tanto, para diciembre de 2019, dicha participación se incrementó al 78%. De esta forma, Vicentin concentró sus pasivos en determinados acreedores, siendo un elemento

determinante en el Concurso preventivo de acreedores.

5.1.2 Fuentes prioritarias de financiamiento y su destino

El flujo de caja de la empresa Vicentin SAIC nos muestra con más detalle cuáles fueron las fuentes de financiamiento y sus destinos principales. En primer lugar, el endeudamiento neto resultó ser la principal fuente de financiamiento por US\$ 1.174 millones, cubriendo el 64% de las mismas en el período 2012-2018 (véase Figura 5.5). En segundo lugar, el auto-financiamiento en conjunto con la desinversión en empresas (ventas de empresas controladas y sus participaciones), explicaron el restante 36% de las fuentes de financiamiento.

Nuevamente aquí podemos dimensionar la importancia de tal endeudamiento de la firma, el cual superó ampliamente la capacidad de pago correspondiente al auto-financiamiento. Esta práctica será posible siempre que se logre reproducir constantemente el cobro de sus ventas para el posterior pago de los pasivos. En caso que dicho ciclo fuese alterado, la firma pasaría a sufrir problemas financieros severos.

Del lado del destino del financiamiento, observamos que el pago a proveedores constituyó el principal destino del financiamiento por unos US\$ 1.141 millones, ocupando el 62% del mismo. Existió una fuerte vinculación entre esta última partida y el endeudamiento. La financiación asumida se destinó al pago del capital de trabajo, por lo tanto, todos los pasivos financieros asumidos en el período 2012-2018 fueron asignados a la compra de granos a los proveedores.

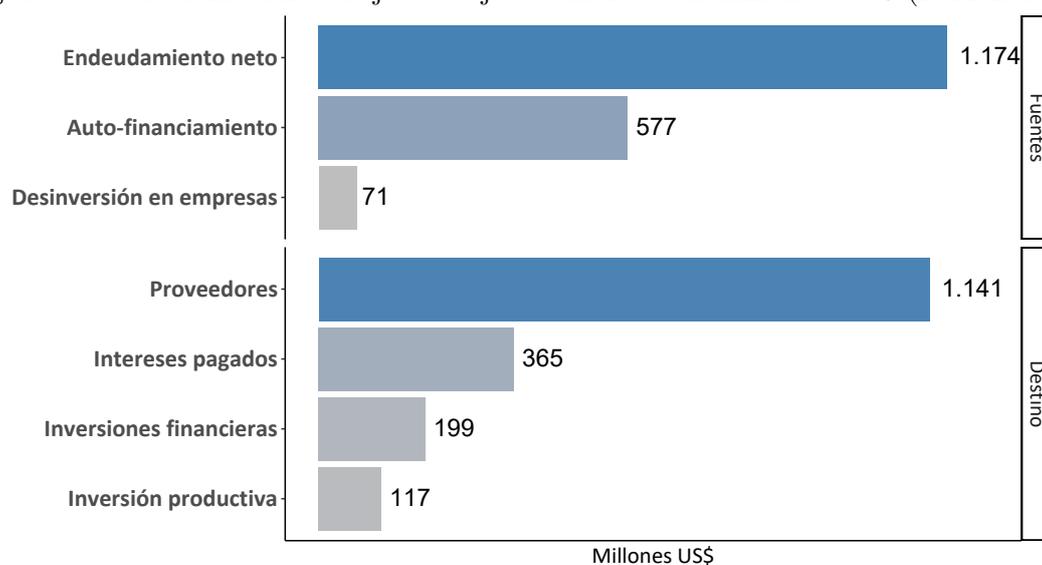
En relación con el punto anterior, dicho destino podría ser utilizado de forma especulativa. En primer lugar, el mantenimiento de materias primas y productos semielaborados permite capturar rentas patrimoniales a través de la variación del precio internacional, así como por medio del movimiento del tipo de cambio. En segundo lugar, estos préstamos posibilitarían el financiamiento de las transacciones intra-grupo que sustentan los precios de transferencia y la fuga de capitales.

Por otro lado, en relación al elevado endeudamiento de la firma, los intereses pagados ocuparon el segundo renglón en importancia dentro del destino del financiamiento (US\$ 365 millones). Esta partida se ubicó por encima de las respectivas inversiones financieras y productivas.

En tanto, las inversiones financieras asumieron una mayor importancia en comparación a las inversiones productivas. Cabe destacar que dentro de la mencionada partida se encuentran las compras de empresas. Es por ello que el grupo Vicentín prefirió adquirir empresas ya existentes en detrimento de la creación de nuevas capacidades productivas.

Por último, las inversiones productivas tuvieron un reducido espacio al ocupar el 6% del destino del financiamiento. Esto se debe a la particular estrategia de crecimiento centrada tanto en su rol de comercializadora como en la compra de empresas ya existentes.

Figura 5.5: Vicentin SAIC: flujo de caja acumulado en millones US\$ (2012-2018)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

5.1.3 Destino del financiamiento

5.1.3.1 Inversiones financieras

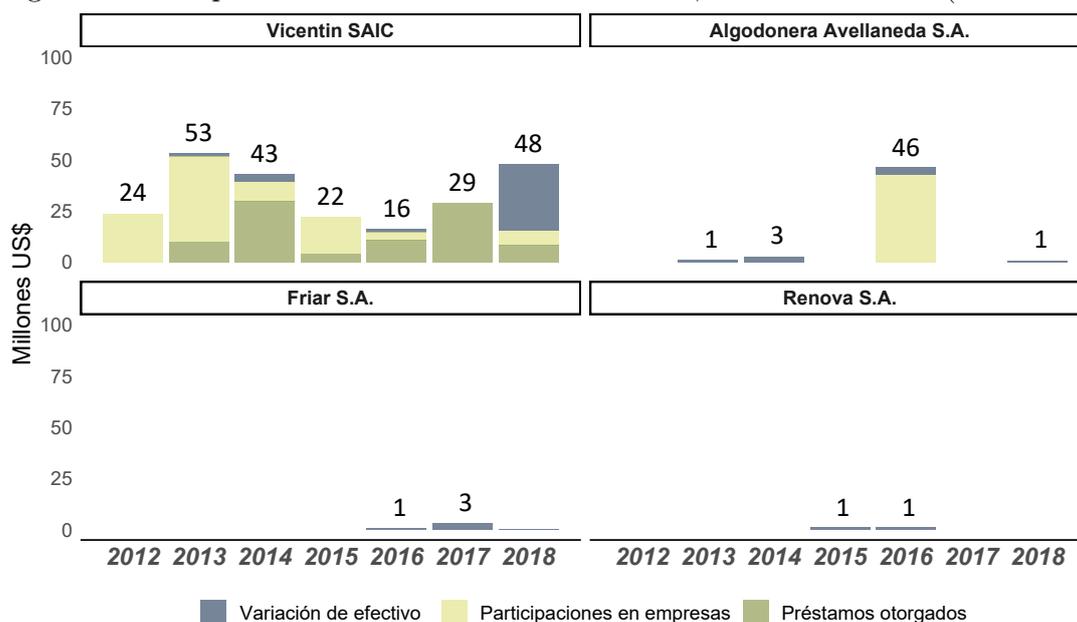
Las firmas del grupo Vicentin desplegaron inversiones que no se vincularon al devenir del crecimiento productivo. Entre estas abarcaron tanto la compra de participaciones en empresas ya existentes, el otorgamiento de préstamos intra-firma, como así también la variación incremental de tenencia de efectivo (incluidas entre estas, la compra de dólares constantes y sonantes).

Particularmente Vicentin SAIC desarrolló todas estas transacciones. Por un lado, la firma acentuó su dinamismo inversor en lo que respecta a las compras de empresas ya existentes en los años 2012-2013 (ver los cambios en la estructura corporativa). El grupo focalizó su estrategia de acumulación en comprar empresas para crecer, con el objetivo de venderlas y realizar una ganancia patrimonial. A través de dichas ventas el grupo buscó vaciar el *holding* principal constituido por Vicentin SAIC y consolidar otras partes del mismo (véase Figura 5.6). Es por ello que la parte compradora se ubicó en el exterior a través de a otros *holdings* distintos al argentino. De esta manera, las participaciones en empresas fueron entendidas como un activo financiero que le permitieron al grupo capturar beneficios patrimoniales a través de su compra-venta.

Por otro lado, a través de su Sucursal en Uruguay, Vicentin SAIC otorgó préstamos a partes relacionadas, los cuales devengaron intereses que también tuvieron como destino dicho dominio fiscal. Esta estrategia de préstamos otorgados en forma intra-firma permitió financiar el dinamismo de otras partes del grupo Vicentin.

Por otro lado, Algodonera Avellaneda S.A. también desarrolló inversiones en participaciones de empresas (ver cambios en la estructura corporativa). Particularmente dichas

Figura 5.6: Grupo Vicentin: inversiones financieras, en millones US\$ (2012-2018)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

inversiones fueron concretadas una vez que esta empresa resultó ser vendida al *holding* en Uruguay, quedando fuera del radar luego de la búsqueda de la intervención¹⁰.

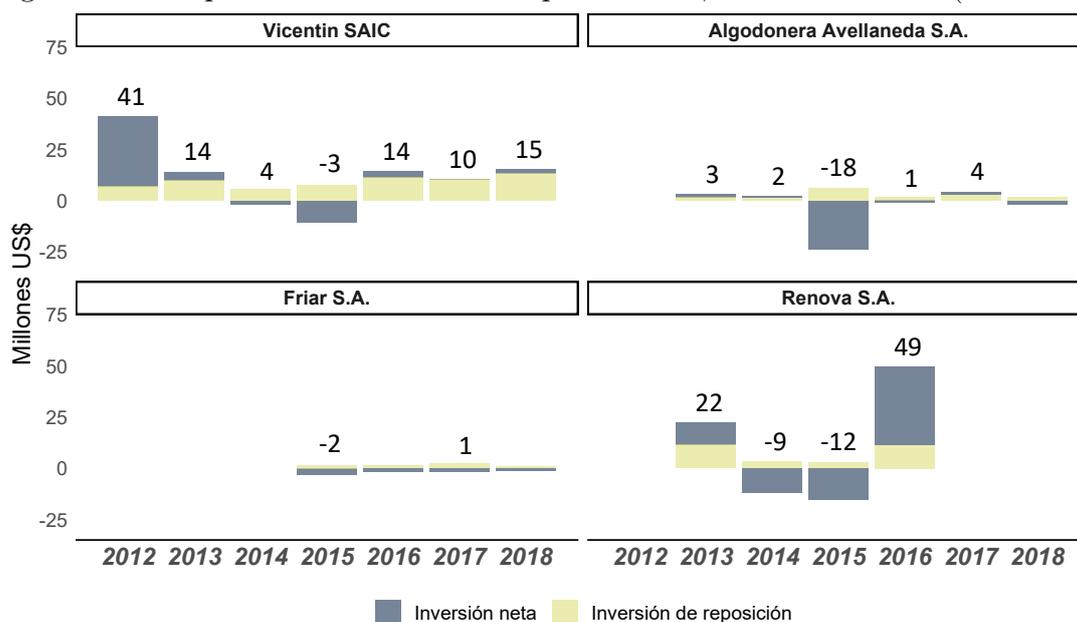
5.1.3.2 Inversión productiva

El sector se caracterizó por su gran dinamismo a partir del incremento de sus exportaciones. Sin embargo, las inversiones productivas del grupo no fueron correspondidas por dicho crecimiento. Cabe destacar que el grupo desarrolló una expansión productiva hasta el año 2012, momento en el cual la demanda global de *commodities* se estancó al igual que los precios internacionales (véase Figura 5.7). Es así como desde la postconvertibilidad, Vicentin construyó plantas de procesamiento en San Lorenzo (2005), Avellaneda (2007 y 2012), y Timbúes (2007-2010), entre otras (*Prospecto Vicentin Exportaciones 2019*). Mientras tanto, desde el año 2012 a la actualidad, el grupo no desarrolló nuevas inversiones productivas en forma significativa. Es por ello que a partir de dicho año las únicas inversiones emprendidas fueron de reposición.

Por este motivo, las inversiones productivas y las ganancias operativas de la empresa tuvieron movimientos contrapuestos. Como consecuencia, mientras la participación de las inversiones productivas en las ganancias operativas alcanzaron un ratio del 39% y 16% en los años 2012 y 2013; para el período 2015-2018, este ratio decayó al 2%. Es decir, a lo largo de los últimos años, Vicentin SAIC no realizó esfuerzos en la reinversión de utilidades y ganancias.

¹⁰Las empresas del holding Vicentín Family Group se encuentran fuera del holding principal constituido por Vicentín SAIC.

Figura 5.7: Grupo Vicentin: inversiones productivas, en millones US\$ (2012-2018)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

Este mismo fenómeno ocurrió en las demás empresas pertenecientes al grupo. Tanto Algodonera Avellaneda S.A. como Friar S.A. no detentaron inversiones productivas significativas, e incluso en ciertos años, las amortizaciones resultaron ser más elevadas que los propios desembolsos en dichos activos. Particularmente Renova S.A. desarrolló inversiones de ampliación de sus plantas en el año 2016, sin embargo, en años anteriores las amortizaciones superaron las inversiones productivas¹¹.

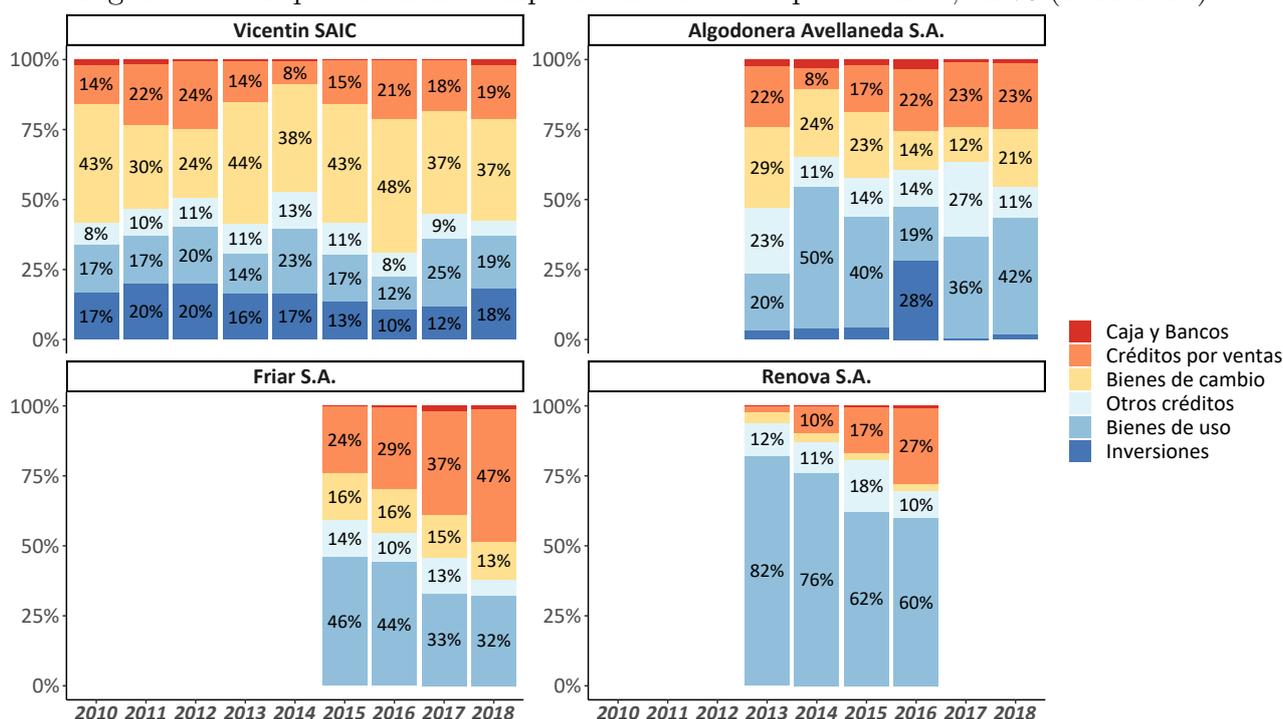
5.1.3.3 Composición de los activos

Las empresas del grupo Vicentin mantuvieron y financiaron la reproducción de activos líquidos (véase Figura 5.8). Si bien estos constituyen un elemento necesario para sostener la operatividad en la comercialización al exterior (este es el caso de las partidas referidas a los créditos por ventas y los bienes de cambio), a su vez, estos activos constituyen mecanismos de especulación en el corto plazo que brindan beneficios patrimoniales. Dichas ganancias patrimoniales son reflejadas tanto a través tanto de los incrementos de precios internacionales como de la devaluación del tipo de cambio. De esta forma, una cartera de activos diversificada permitirá maximizar beneficios y otorgar mayor estabilidad financiera ante diversos episodios de cambios en los precios relativos.

Por otra parte, y como habíamos visto, las inversiones productivas en las empresas del grupo resultaron ser reducidas. Es por ello que los bienes de uso en las carteras de activos tuvieron una participación minoritaria y decreciente a lo largo del tiempo.

¹¹En el caso que las amortizaciones de los bienes de uso superen el desembolso de compras de dicha partida, la inversión productiva se tornará negativa.

Figura 5.8: Grupo Vicentin: composición del activo por cuentas, en % (2012-2018)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

En todas las empresas del grupo, los créditos por ventas mantuvieron una significativa participación (como en el caso de Friar S.A.). Por otra parte, esta partida aumentó su gravitación tanto en esta última firma como en Renova S.A. Por otra parte, Vicentin SAIC sostuvo inversiones en participaciones de empresas, reafirmando su posición como *holding* al desarrollar la compra-venta de empresas ya existentes.

5.2 Rupturas en las fuentes y destino en el financiamiento a partir de 2019-2020

A partir de aquí revisaremos ciertos procesos que constituyen una ruptura respecto al comportamiento anteriormente comentado. Las fuentes de financiamiento y su destino comprenden la principal razón de quiebra de la empresa, es por ello, el análisis de la información contable se torna sumamente necesario.

Primeramente, cabe destacar que hasta la fecha las partes interesadas en el Concurso no cuentan con el balance de la empresa madre “Vicentin SAIC” correspondiente a octubre de 2019. El expediente del mencionado Concurso a quiebra únicamente presenta información del Estado de Situación Patrimonial de la compañía a febrero de 2020, desconociéndose en detalle lo ocurrido en el período comprendido entre octubre del 2018 (último balance presentado¹²) y el inicio de la quiebra. La asamblea de accionistas de

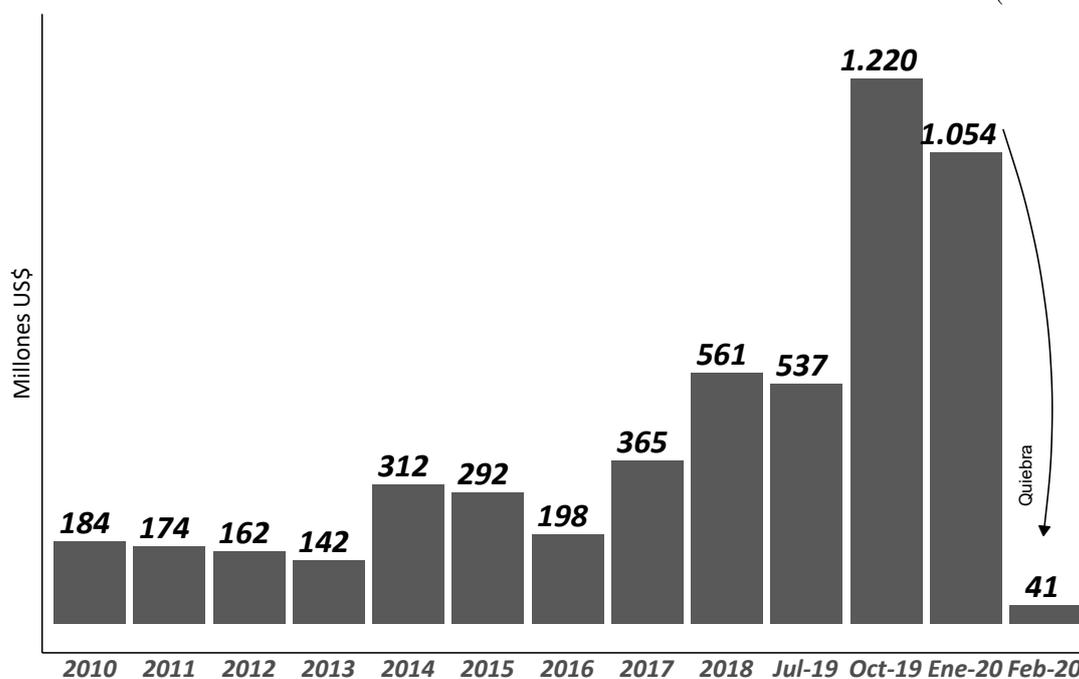
¹²Cabe destacar que si bien se ha contado con el balance trimestral al 31 de Julio de 2019, este no fue

marzo de 2020 no trató en su agenda la aprobación del balance del ejercicio 2019. Por otra parte, el mismo no fue presentado a pesar de los diversos pedidos de los acreedores ante el Juez del Concurso (foja 1931 del Expediente).

Dicho esto, se pudo acceder a diversos balances de sumas y saldos que poseen información parcial de los correspondientes balances finales e intermedios¹³. Esta información permite cubrir en ciertos aspectos, lo sucedido en los meses previos a la presentación del Concurso a quiebra.

A pesar de la carencia de información, procederemos a analizar información contable con el resguardo antes mencionado. En este sentido, el vaciamiento acelerado de Vicentin SAIC debiera ser buscado tanto en un aumento considerable de los pasivos (es decir, a través de las fuentes de financiamiento), como fruto al distorsionamiento de la composición de los activos y su valuación (es decir, en el destino del financiamiento), o bien, por ambos fenómenos.

Figura 5.9: Vicentin SAIC: evolución del Patrimonio Neto en millones US\$ (2010-2020)



Fuente: elaboración propia, balances contables.

Por último, la tendencia de crecimiento patrimonial fue interrumpida (véase Figura 5.9). Es así que mientras el patrimonio neto de Vicentin SAIC había superado los 300 millones en años el período 2014-2017 (a excepción del año 2016), este mismo creció con fuerza en los años 2018 y 2019, alcanzando los US\$ 1.220 millones en octubre de 2019. Sin embargo, la consistencia de los números registrados en los últimos balances contables debieran ser puesta en duda ya que existió un abrupto quiebre en tal crecimiento en el auditado, por ende dicha información debiera ser asumida como provisoria.

¹³Entre estos se tuvo acceso a los balances de sumas y saldo al 31 de julio -período fiscal de 9 meses-, el 31 de octubre de 2019 -período fiscal de 12 meses-, y al 31 de enero de 2020 -período fiscal de 3 meses-.

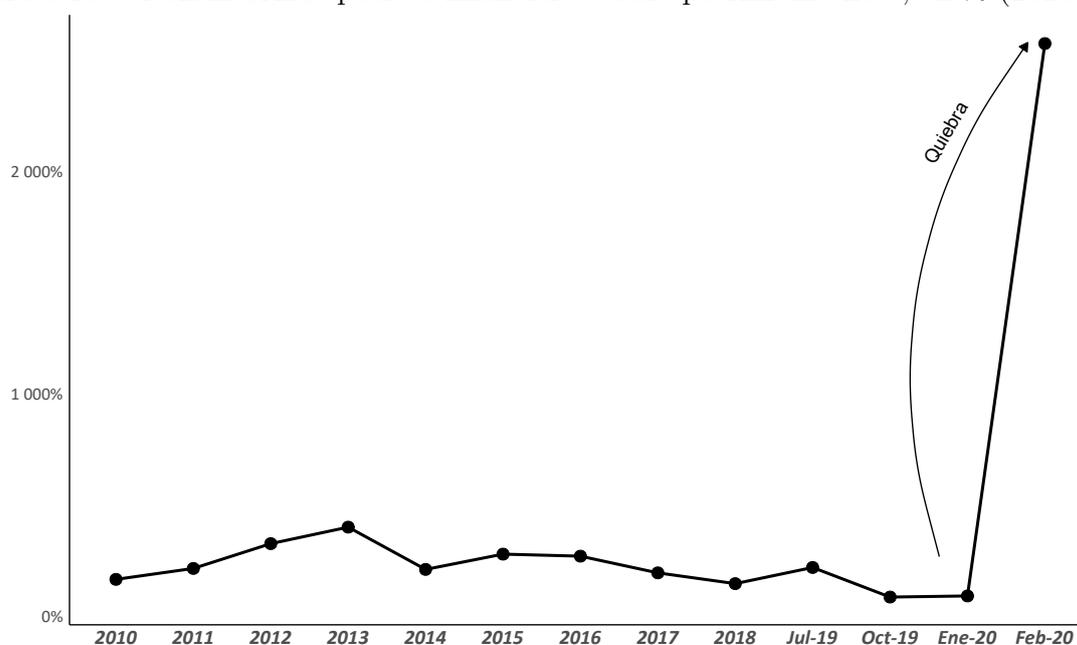
transcurso de unos pocos días. Es así que el patrimonio neto de Vicentin SAIC pasó de los US\$ 1.054 millones al 31 de enero de 2020 a los 41 millones al 9 de febrero de 2020. La explicación de este quiebre será analizada a continuación.

5.2.1 Fuentes de financiamiento

5.2.1.1 Endeudamiento

La primera ruptura a mencionar corresponde al nivel de endeudamiento. Si bien la empresa venía operando con un creciente endeudamiento, este no significaba un problema de solvencia financiera. Sin embargo, el nivel de endeudamiento aumentó considerablemente a partir del registro de febrero de 2020 (véase Figura 5.10). La caída de su patrimonio neto explicó dicho fenómeno. Es por ello que la compañía no posee capital propio para afrontar dichas deudas financieras.

Figura 5.10: Vicentin SAIC: pasivos financieros sobre patrimonio neto, en % (2010-2020)



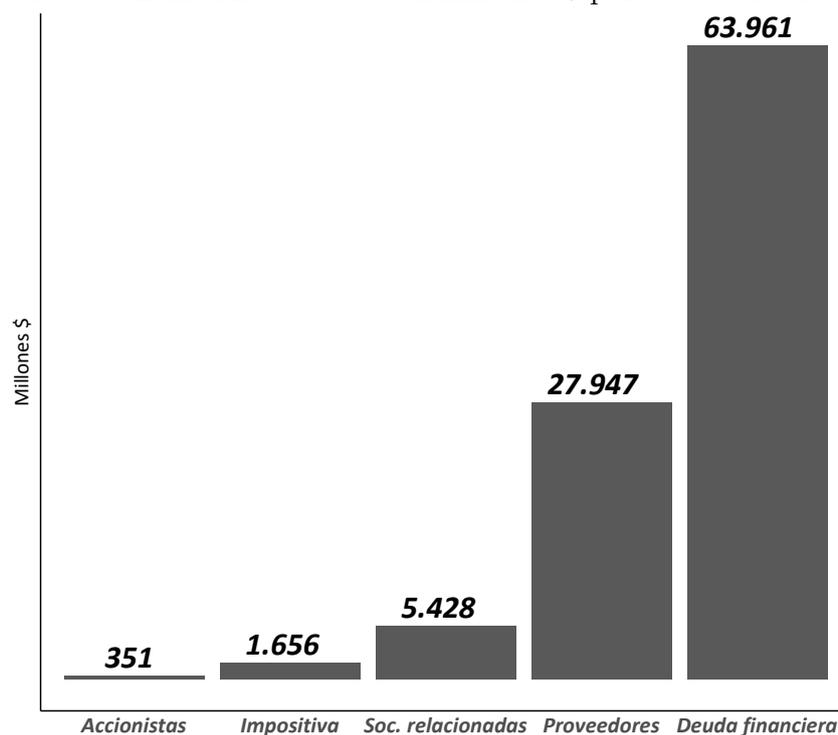
Fuente: elaboración propia, balances contables.

El endeudamiento de Vicentin a febrero de 2020 posee varios puntos salientes respecto a los acreedores participantes del Concurso (véase Figura 5.11). Entre las novedades se encuentran:

1. Los pasivos financieros no fueron los únicos responsables del endeudamiento entrado en el Concurso. Entre los pasivos también se incluyen deudas comerciales las cuales crecieron en forma significativa respecto a años anteriores, correspondientes a proveedores y vendedores de granos.

2. Existen deudas con partes relacionadas, vinculadas, socios y accionistas. Estos acreedores suman unos \$ 9.769 millones y representan el 10% del total del pasivo concursado:
 - (a) Los propios accionistas (personas físicas) reclaman deudas que incluyen desde dividendos no abonados hasta obligaciones en el pago de obras sociales, etc.
 - (b) Existen pasivos con partes relacionadas que corresponden a deudas comerciales. Entre ellas se encuentran tanto empresas vinculadas (Renova S.A.) como controladas (Vicentin Paraguay S.A., Diferol S.A.).
 - (c) Se presentan deudas financieras con Socios que detentan una actividad real y se encuentran alejados a las inversiones financieras, como es el caso de Oleaginosa Moreno Hnos.
 - (d) Por último, se presenta al fideicomiso Vicentin Exportaciones como un acreedor financiero, el cual titularizó deuda de Vicentin SAIC. Sin embargo, la emisión de bonos de dicho fideicomiso podría esconder como acreedor a otras partes relacionadas, accionistas, socios y vinculadas.
3. Dentro de la deuda financiera se encuentran diversos bancos públicos y con participación del Estado o bancos concesionados. Entre estos se explica el 35% de las mismas.
4. Los pasivos nominados en dólares no fueron discriminados en el Concurso. Esto toma mayor relevancia dada la restricción externa argentina. Además, la progresiva devaluación de la moneda nacional seguirá empeorando la situación patrimonial de la empresa. Por lo tanto, teniendo en cuenta que desde febrero hasta la actualidad (septiembre del 2020) se produjo una devaluación de un 21%, podríamos esperar un empeoramiento en el nivel de endeudamiento.
5. La Sindicatura General de la Nación (SIGEN) declaró que: “[...] en relación a que la propia Empresa reconoce que administra (esto es llevar a cabo, entre otros, los circuitos de facturación, pagos, cobranzas, y caja y bancos; la registración contable de las operaciones; la gestión de bienes de uso; y los sistemas informáticos) a Buyanor S.A., Algodonera Avellaneda S.A, Oleaginosa San Lorenzo SA, Renopack, Sir Cotton SA, Emulagrain SA, Sottano SA, Servicios Fluviales SRL, Rio del Norte SA, Vicentin Desarrollos SA, Sudestes Textiles SA y Diferol SA. Lo descripto no sólo evidencia la compleja interacción de las diferentes sociedades controladas, vinculadas y relacionadas de Vicentín S.A.I.C., sino también la existencia de un desorden administrativo generalizado, situación que impide la identificación certera y confiable de las operaciones correspondientes a la operatoria comercial propia de cada empresa y la concreta individualización de sus activos y pasivos" ([SIGEN 2020](#),

Figura 5.11: Vicentin SAIC: deudas en millones \$ por acreedor a febrero 2020



Fuente: elaboración propia a partir del Concurso.

p. 19). Esto quiere decir que podrían existir deudas que tuvieron origen en empresas fuera de la órbita del control de Vicentin SAIC (como pueden ser Algodonera Avellaneda S.A., Sudestes Textil S.A., etc.) y que son adjudicadas a esta última.

Por otro lado, la evolución de los acreedores financieros muestran ciertas novedades en los últimos meses. En primer lugar, figuran determinados acreedores a febrero de 2020 que no poseían préstamos al 31 de enero de 2020 (véase Cuadro 5.1). Estamos hablando de Oleaginosa Moreno Hnos., ABN AMRO BanK NV, Amerra Capital Management, Banco Itau, etc. Particularmente este último banco realizó parte de sus desembolsos a través de una filial en Uruguay. La mayoría de estas deudas financieras fueron trasladadas desde la Sucursal hacia la casa Matriz en Argentina (véase más abajo).

En relación a esto, la compañía declaró haber saldado parte de su deuda con Rabobank a través de la venta de participaciones de Renova S.A.¹⁴. Sin embargo, la evolución de los pasivos de Vicentin SAIC con dicho banco mostraron una consistente continuidad de tal pasivo. Aunque presumiblemente, tras la venta de Renova, haya sido saldada una deuda que poseía la Sucursal con tal Banco (véase más abajo).

En segundo lugar, ciertos acreedores de Vicentin SAIC pudieron saldar sus préstamos

¹⁴“Vicentin S.A.I.C. (Sucursal Uruguay) vendió el 02/12/2019 el 16,67 % de acciones de Renova S.A. en la suma total de U\$S 122.700.000. De ese total, el comprador descontó un total de U\$S 26.300.000 millones, para cancelar el capital, intereses, comisiones por pago adelantado y honorarios legales, de un préstamo con garantía de esas acciones en favor de Rabobank” (*Comunicado Accionistas Vicentin 2020*, p. 6).

Cuadro 5.1: Vicentin SAIC: stock de deuda financiera a finales de 2019 y principio de 2020, en millones US\$

	31/7/2019	31/10/2019	31/1/2020	9/2/2020
Banco de la Nación Argentina	327	328	292	296
Corporación Financiera Internacional	287	270	264	269
F.M.O. NV BANK	154	152	149	150
The Bank of Tokyo - Mitsuishi UF	89	73	71	72
Fideicomiso Financiero Exportaciones	52	51	50	51
Amerra Capital Management	0	0	0	31
Banco de la Pcia. de Bs.As.	31	27	27	30
Rabobank New York	3	23	23	23
Oleaginosa Moreno Hnos	0	0	0	14
Vicentin Uruguay	26	19	18	0
Banco Hipotecario S.A.	15	12	12	12
ABN AMRO Bank NV	0	0	0	10
Banco Itau	10	0	0	10
Fortis Bank	0	10	10	0
Banco Ciudad de Buenos Aires	5	5	5	5
Otros	99	66	52	68
Total	1.098	1.037	973	1.043

Fuente: elaboración propia, balances contables.

en pocos días ya que no se hallaron dentro del listado de pasivos del Concurso. Entre estos últimos se encuentran tanto Fortis Bank como la propia Sucursal Uruguaya. En total estas dos deudas explicarían unos US\$ 28 millones.

5.2.2 Fuentes y destinos del financiamiento

La foja presentada referente a la situación patrimonial de febrero del 2020 mostró una gran incongruencia en la evolución de los activos y pasivos (véase Cuadro 5.2). Esto se debe a que el principal deterioro patrimonial estuvo vinculado a la evolución de los activos y pasivos comerciales de Vicentin SAIC. Los activos correspondientes a los créditos por ventas y los bienes de cambio tuvieron una variación negativa por US\$ 886 millones entre julio de 2019 y febrero de 2020; del mismo modo, los pasivos comerciales aumentaron en US\$ 442 millones en igual período de tiempo. De esta forma, estos movimientos dieron cuenta de un deterioro patrimonial por US\$ 1.328 millones. Desde ya, esta variación resultó ser inexplicable dado que ante tal aumento de las deudas debieran ser correspondidos por

Cuadro 5.2: Vicentin SAIC: stock de activos y pasivos comerciales a finales de 2019 y principio de 2020, en US\$

Partidas	31/7/2019	31/10/2019	31/1/2020	9/2/2020	Variación desde Julio 2019 a Febrero 2020	Variación desde Enero 2020 a Febrero 2020
Créditos por ventas (a)	252.662.000	42.072.624	-283.452.575	70.403.446	-182.258.553	353.856.021
Bienes de cambio (b)	714.326.000	1.445.663.016	1.763.293.753	10.015.251	-704.310.748	-1.753.278.502
Deudas comerciales (c)	107.246.000	-396.852.949	-298.789.745	549.587.637	442.341.637	848.377.382
Total (a+b-c)	859.742.000	1.090.882.692	1.181.051.433	-469.168.940	-1.328.910.940	-1.650.220.373

Fuente: elaboración propia, balances contables.

aumentos de los mencionados activos.

Al acercarnos en el tiempo podemos dimensionar una situación similar. El deterioro patrimonial que sufrieron estos activos y pasivos entre el 31 de enero de 2020 y el 9 de febrero de 2020 fue de US\$ 1.650 millones. Esto se explica dado que los bienes de cambio sufrieron una caída por US\$ 1.753 millones, al haber mostrado un stock de US\$ 1.763 millones al 31 de enero de 2020, y siendo este de sólo US\$ 10 millones al 9 de febrero. El faltante de esta partida se encuentra explicada en la subpartida comprendida por el stock de materias primas, ya que la misma no contabilizó ningún importe en la última fecha presentada (esta pasó de los US\$ 1.437 millones al 31 de enero de 2020 a no tener importe al 9 de febrero). Algo similar ocurrió con la subpartida de productos elaborados dado que cayó de los US\$ 308 millones al 31 de enero de 2020 a unos US\$ 673.000 al 9 de febrero.

Por otro lado, la partida correspondiente a los créditos por ventas tuvo una evolución particular. La misma cayó a lo largo de los meses, y pasó de los US\$ 252 millones en julio de 2019, a detentar un saldo negativo por US\$ 283 millones al 31 de enero de 2020. Resulta llamativo que una partida del activo arroje un saldo que lo disminuya en vez de incrementarlo. Mayor resulta tal extrañeza si dicho fenómeno se encuentra explicado por transacciones con la Sucursal en Uruguay. Es así que al 31 de enero de 2020, Vicentin SAIC poseía una deuda comercial contabilizada como un activo con la Sucursal por unos US\$ 451 millones. En relación a esta partida, se intuye que estos corresponden a anticipos de clientes realizados por la Sucursal. Sin embargo, llama la atención que hayan sido contabilizados en una partida del activo dado que comprende a un pasivo.

Algo similar ocurrió con las deudas comerciales de Vicentin SAIC. En los balances de sumas y saldos al 31 de octubre de 2019 y 31 de enero de 2020, la partida disminuyó los pasivos de la compañía en lugar de aumentarlos. Al interior de la misma, las subpartidas que explicaron este fenómeno correspondieron a los anticipos de clientes F.O.B. y a los anticipos de deudores por ventas. Una interpretación de ello sugeriría que la compañía tuvo créditos por ventas en vez de anticipos de clientes. Para el 31 de enero de 2020, las

deudas comerciales tuvieron un saldo favorable para Vicentin SAIC por US\$ 298 millones, mientras que días después, al 9 de febrero, Vicentin SAIC poseía deudas en lugar de dicho saldo en favor por unos US\$ 549 millones. El cambio de saldo mostrado en nuestro cuadro da cuenta de un deterioro patrimonial por US\$ 848 millones, explicado únicamente por dicha partida.

5.2.3 Destino del financiamiento

5.2.3.1 Composición de los activos

En relación con el punto anterior, la composición de los activos cambió drásticamente a finales del 2019 (véase Figura 5.12). Es así como la misma perdió liquidez dado que se alteró la gravitación de ciertas partidas vinculadas a Caja y Bancos, Créditos por ventas y Bienes de cambio, en cambio, incrementaron tal participación las partidas vinculadas a Inversiones, Bienes de uso y Otros créditos.

Para febrero de 2020, la composición de los activos perdió la totalidad de la liquidez. Los únicos activos corrientes que mostraron un saldo significativo estuvieron constituidos por los créditos por ventas, sin embargo, tanto en términos absolutos como relativos, estos distaban de lo contabilizado en años anteriores.

Cuadro 5.3: Vicentin SAIC: stock de saldos de las cuentas bancarias, a finales de 2019 y principio de 2020, en US\$

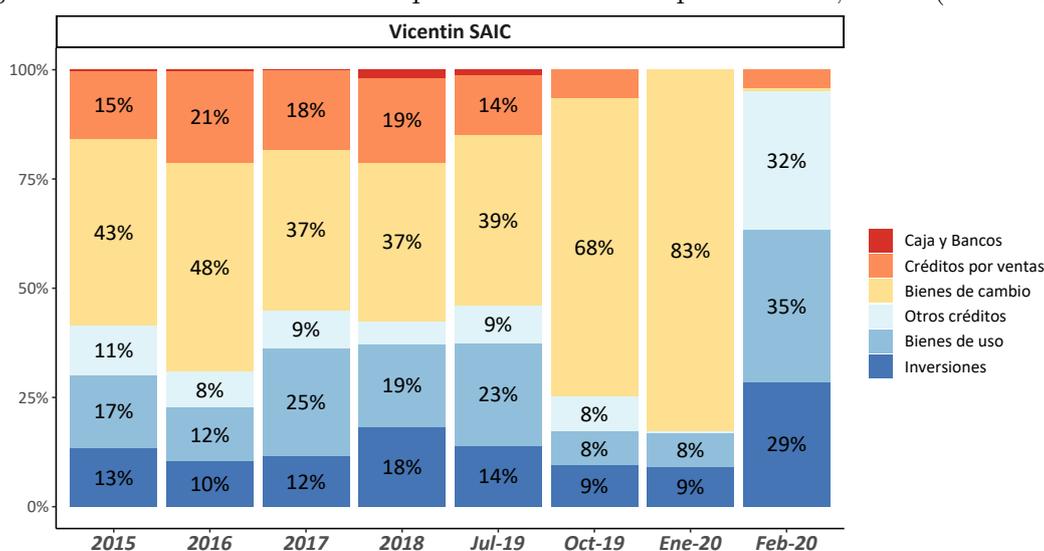
	31/7/2019	31/10/2019	31/1/2020
Banco Nación - Reconquista	1.782.455	- 2.161.721	- 24.999.985
Nuevo Bco de Santa Fe S.A. - Av	- 257.817	- 68.422	- 2.142.445
Banco Nación Suc. Avellaneda	- 8.605	- 1.631.070	- 419.718
Macro Rqta (Suquia)	- 329.826	- 8.769.818	- 10.458.064
Banco Itau Buen Ayre Otros	3.661	- 4.855.332	- 6.055.794
Banco Hipotecario S.A.	2.775	5.499	- 40.511
Macro Rqta USD (Suquia)	- 20.822	- 168.892	- 1.166.264
Banco Mariva S.A.	1.292	59	- 1.406.243
Banco Credicoop Coop. Ltda.	- 504.985	- 119.814	- 15.886
Otros Bancos	- 349.495	- 876.362	37.127
Total	318.634	- 18.645.873	- 46.667.783

Fuente: elaboración propia, balances contables.

En primer lugar, los balances de sumas y saldos tuvieron algunas alteraciones en meses anteriores a la presentación del Concurso preventivo de acreedores. Particularmente el saldo con diversos Bancos constituyó en una de estas (véase Cuadro 5.3). En este sentido, Vicentin SAIC comenzó a realizar retiros de distintos Bancos en los meses previos a octubre de 2019, al punto de acumular deudas por giros en descubierto con estos. Al 31

de octubre de 2019, si bien la compañía poseía giros al descubierto con ciertos Bancos, sumó giros importantes con el Banco Nación Reconquista, Banco Nación Avellaneda, Banco Itaú y el Banco Macro Reconquista. En tanto, a partir del balance de sumas y saldo al 31 de diciembre de 2019 se pudo cotejar que Vicentin SAIC tuvo depósitos en el Banco Nación Reconquista en el plazo de los meses de noviembre y diciembre por \$ 22 mil millones (US\$ 371 millones), y retiros por más de \$ 23 mil millones (US\$ 394), acumulando deudas con este por \$ 1,5 mil millones (US\$ 25 millones) en dicho concepto.

Figura 5.12: Vicentin SAIC: composición del activo por cuentas, en % (2015-2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Concurso.

En total, Vicentin SAIC tenía un escaso saldo positivo en sus cuentas bancarias para julio de 2019 en unos US\$ 318 mil. Esta situación se fue agravando ya que para los meses de octubre de 2019 y enero de 2020, dichos saldos de sus cuentas bancarias acrecentaron se tornaron negativos en unos US\$ 18 millones y US\$ 46 millones, respectivamente.

En segundo lugar, la partida de bienes de cambio fue incrementando su peso relativo y absoluto en los activos de Vicentin SAIC en los meses finales del año 2019 y principio de 2020. Sin embargo, como se explicó anteriormente, algunas subpartidas no presentaron importes una vez entregado el Estado de situación patrimonial al 9 de febrero de 2020.

En tercer lugar, al mismo tiempo, los créditos por venta tuvieron un saldo desfavorable para Vicentin SAIC dentro de los activos durante los últimos meses antes de presentarse el Concurso. Esto sería explicado por las numerosas transacciones intra-firma realizadas que involucraron a la Sucursal en Uruguay (véase la anterior sección). A su vez, tanto en el balance de sumas y saldo al 31 de octubre de 2019 y 31 de enero de 2020, surgió una subcuenta dentro de los créditos por ventas con un saldo (negativo) que disminuyó el correspondiente activo por unos \$ 10,8 mil millones (US\$ 179 millones) en carácter de “cobranzas a imputar”. Es por esta razón que la misma en realidad constituye una deuda para Vicentin SAIC a pesar que fue contabilizada como un crédito. Dicha cuenta debiera

poseer un peso menor dado que nos habla de la falta de criterio por parte de una compañía en clasificar y estructurar su información contable. Mayores precauciones nos repara ya que la misma arrojó un saldo que no suele mostrar habitualmente.

En cuarto lugar, la partida “otros créditos” incrementó su gravitación en febrero del 2020 respecto a meses anteriores. Al interior de la misma se encuentran unos \$ 9.690 millones, (es decir, unos US\$ 160 millones), en parte, correspondientes a préstamos otorgados a partes relacionadas desde la Sucursal en Uruguay.

Por último, al igual que en el caso anterior, tanto la valuación de los bienes de uso y las inversiones permanentes (control de acciones en empresas) incrementaron su peso relativo en la composición de activos para febrero de 2020. Esto se debe a un cambio de valuación de dichos activos. Mientras al 31 de enero de 2020 estos ascendieron a unos US\$ 162 millones y US\$ 192 millones, respectivamente; para el 9 de febrero de 2020, los mismos fueron valuados por US\$ 583 millones y US\$ 477 millones. Este salto podría ser explicado por una sobrevaluación de los mencionados activos.

Capítulo 6

Funcionamiento financiero de las cáscaras en Uruguay

En el presente capítulo discutiremos el funcionamiento financiero de las cáscaras en Uruguay, las fuentes y usos del financiamiento, los flujos comerciales y de capitales.

En primer lugar, nos centraremos en el impacto financiero que posee la Sucursal de Vicentin SAIC en Uruguay al analizar sus activos, pasivos y resultados de la actividad de intermediación. Al revisar la contabilidad de la Sucursal, se identificaron ciertas características que la asemejan a una cáscara ya que posee la particularidad de ser un intermediario de los flujos comerciales y financieros del grupo. Esto se evidencia dado que la misma detenta una cartera de activos, pasivos e ingresos que la vinculan con dichos flujos. Particularmente, muchas de estas transacciones y activos podrían calificarse como formación de activos externos y fuga de capitales.

Por otro lado, se analizaron los flujos de préstamos intra-firma que componen al *holding* de Uruguay compuesto por Nacadie Comercial S.A., Vicentín Family Group, VFG Inversiones y Actividades Especiales S.A., e Industria Agroalimentaria Latam S.A. La información contable auditada dan cuenta de crecientes préstamos entre firmas relacionadas y tomas de pasivos con fondos internacionales.

6.1 Funcionamiento financiero de la Sucursal en Uruguay

En esta sección examinaremos los activos, pasivos, y resultados que posee la sucursal de Vicentin en Uruguay. Para el presente análisis, hemos accedido a los balances de sumas y saldos al 31 de julio y al 31 de octubre de 2019. En ambos estados contables se discriminaron aquellas subcuentas en las cuales participa la mencionada Sucursal.

Esta información nos permitirá captar los activos, deudas, ingresos y gastos sensibles que puedan vincularse con una actividad especulativa por parte de la misma. En rela-

ción a esto, todo activo vinculado con la moneda extranjera podría ser susceptible de comprender fuga de capitales por formación de activos externos. En tanto, los préstamos recibidos podrían reproducir el financiamiento de compras de activos o incluso de actividad financieras intra-firma.

Por otro lado, los ingresos de la sucursal pueden provenir de la re-exportación en lo que respecta a la facturación de las ventas externas de Vicentin SAIC por su actuación como intermediaria. En segundo lugar, y fruto de la circulación de capitales en espacios extra-territoriales, la sucursal podría poseer ingresos que tengan como origen a la valorización financiera de dichos capitales fugados al exterior. En relación a este punto, los costos de la misma corresponderían a las compras realizadas a las empresas en territorio argentino, incluidas entre ellas a Vicentin SAIC. Sumado a esto, la Sucursal podría detentar egresos espurios, los cuales constituyen un elemento adicional de fuga de capitales.

6.1.1 Activos de la Sucursal

En primer lugar, los activos muestran el propio funcionamiento de una cáscara. Esto se debe a que los activos más líquidos predominan en su composición (véase Figura 6.1). Particularmente el rubro “Caja y Bancos” posee un saldo negativo, y por ende, significan pasivos que la Sucursal posee al interior de varias subcuentas. Esto se vincula con los retiros y giros en descubierto realizados por Vicentin y que incluyeron a la Sucursal durante los últimos meses de 2019. Esta última tuvo deudas con entidades bancarias por US\$ 10 millones en julio y por US\$ 19 millones en octubre de 2019. Al interior de dicha partida sobresalen bancos internacionales, entre los que se encuentran giros al descubierto con Fortis Bank por US\$ 5 millones en julio (deuda saldada para octubre), y con Banque Cantonale (Suiza) por US\$ 17 millones y US\$ 22 millones para julio y octubre de 2019, respectivamente.

A su vez, la Sucursal tuvo cuentas con saldos favorables para la misma con varios bancos internacionales, entre ellos: el JP Morgan Chase por US\$ 10 millones y 2 millones en julio y octubre, respectivamente, y una cuenta corriente como corredor del mercado de Chicago por 9 y 10 millones en los mencionados meses.

En segundo lugar, tanto las “cuentas por cobrar por ventas” (o créditos por ventas) como las “otras cuentas por cobrar” reflejaron el conjunto de transacciones con partes relacionadas. Dentro de la primera deberíamos incluir las deudas comerciales acumuladas por Vicentin SAIC con la Sucursal citadas con anterioridad, las cuales ascendieron a US\$ 168 millones y 451 millones en octubre de 2019 y enero de 2020, respectivamente¹. En tanto, la Sucursal registró como activo dentro de los créditos por cobrar a una ignota subcuenta denominada Vicentin Administración, y que acumuló un saldo favorable por US\$ 413 millones y US\$ 79 millones en julio y octubre de 2019, respectivamente. Dicha

¹Esta no se incluyó en la infografía dado que se pretendía mostrar la relevancia de la sucursal con independencia de la misma.

Figura 6.1:

Activos de la Sucursal en Uruguay

Investigación del Banco Nación Argentina, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.
Fuente: Elaboración propia, balances contables.

Montos en US\$

	31 de julio 2019	31 de octubre 2019
ACTIVOS TOTALES	161.649.664	130.807.795
CORRIENTES	161.547.340	130.705.470
Caja y Bancos	- 10.840.848	- 19.680.750
Cuentas por Cobrar por Ventas	129.722.053	97.065.205
Otras Cuentas por Cobrar	10.125.453	53.321.015
Bienes de Cambio	32.540.682	-
NO CORRIENTES	102.324	102.325
Bienes de Uso	102.324	102.325

31/10/19
Banco Cantonale (Suiza) -22.439.364
31/7/19
JP Morgan Chase NY 10.588.952

Fuente: elaboración propia, balances contables.

subcuenta podría mostrar transacciones realizadas entre Vicentin SAIC y la Sucursal, sin embargo, la importancia de tales montos deberían ser especificados con más detalles. En adición, se encontraron un conjunto de transacciones con partes relacionadas las cuales poseen un saldo a favor para la Sucursal y que expresan créditos por cobrar con muchas de las firmas pertenecientes al *holding* uruguayo. Entre estas últimas, se encuentra: Industria Agroalimentaria Latam, V F G Inversiones y Actividades Especiales S.A., Vicentin Family Group S.A., Algodonera Avellaneda, Friar, Sir Cotton, etc. A su vez, la Sucursal mostró transacciones con Vicentin Europa S.L., dando a entender que la facturación de la mercadería es realizada por la uruguaya antes de partir con rumbo al mercado español. Lo propio ocurrió con Vicentin Paraguay, sin embargo, el saldo resultó ser negativo en los balances de sumas y saldos, mostrando deudas comerciales por parte de la Sucursal con la primera. Es por ello que esta última compró mercadería a Vicentin Paraguay.

En tercer lugar, “otras cuentas por cobrar” reflejaron los préstamos financieros realizados por la Sucursal hacia partes relacionadas. Estos alcanzaron los US\$ 10 millones en julio y los 53 millones en octubre de 2019 (véase más abajo una descripción más detallada de los préstamos intra-firma).

Por último, y en vinculación a tal caracterización de la Sucursal, cabe destacar el peso residual de los bienes de uso. Es por ello que, la firma comprende más bien una cáscara, donde la relevancia económica se encuentra en los flujos comerciales y financieros.

6.1.2 Pasivos y patrimonio neto de la Sucursal

Los pasivos de la Sucursal muestran el sustento financiero de los flujos antes mencionados. En primer lugar, las deudas comerciales de la misma reflejó compras de bienes y servicios no abonados en los meses bajo estudio (véase Figura 6.2). Entre estos se encuentran transacciones con corredores del mercado de Chicago por US\$ 1 millones y 10 millones en julio y octubre de 2019, respectivamente.

Figura 6.2:

Pasivos y patrimonio neto de la Sucursal en Uruguay

Investigación del Banco Nación Argentina, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.
Fuente: Elaboración propia, balances contables.

Montos en US\$	31 de julio 2019	31 de octubre 2019		31/10/19
PASIVOS	219.528.678	154.659.019		
CORRIENTES	211.059.105	146.189.320		
Deudas Comerciales	111.237.553	62.846.402		
Préstamos y Otros	97.790.083	81.308.807		
Cargas Fiscales	1.999.807	1.999.575		
Remuneraciones y Cargas Sociales	31.661	34.535		
NO CORRIENTES	8.469.573	8.469.699		
Cargas Fiscales no Corrientes	8.469.573	8.469.699		
PATRIMONIO NETO	34.596.322	34.596.840		
Capital	36.146	36.146		
Resultados no Asignados	34.560.176	34.560.694		

Rabobank	24.892.552
Amerra	29.871.062
BRAF Development	19.914.041

Fuente: elaboración propia, balances contables.

En segundo lugar, los préstamos asumidos por la Sucursal tuvieron como protagonista al sistema financiero internacional. Entre estos podemos hallar a: Rabobank, Amerra, Braf Development, Banco Itaú Argentina, Assured Risk Transfer LLC.

Anteriormente se mencionó que Vicentin SAIC mantuvo la deuda con Rabobank a pesar de haber declarado que esta fue saldada tras la venta de las participaciones de Renova S.A. Sin embargo, cabe aclarar que el préstamo de dicha entidad se dividió en dos partes (prácticamente idénticas) y que tuvo como destinatarios tanto a Vicentin SAIC como a la Sucursal. Es por ello que probablemente la cancelación de tales pasivos haya involucrado a aquellas que abarcaron a la cáscara uruguaya, quedando por ser saldada la parte restante que le corresponde a Vicentin SAIC.

Bajo este punto, se mantiene como hipótesis que en otrora, la compra de las participaciones de Renova S.A. por parte de Vicentin Paraguay S.A., fue financiada con un préstamo de la mencionada entidad financiera y obtenido por la Sucursal². Posteriormente ante la imposibilidad de pago, en el mes de diciembre de 2019³, Rabobank saldó su deuda con esta última cáscara.

Por otra parte, cabe aclarar que las deudas financieras de la Sucursal con ciertas entidades financieras fueron trasladadas a los pasivos del Concurso. En este caso, Vicentin SAIC no mostró deudas con Amerra, Banco Itaú Argentina, y Assured Risk Transfer hasta entrado tal proceso. Los pasivos presentados en febrero de 2020 coinciden con los montos adeudados de la Sucursal en octubre de 2019.

Por último, el patrimonio neto de la cáscara ascendió a los US\$ 34 millones en los meses

²“2013 Molinos Río de la Plata decide retirarse de Renova y Vicentin Py con un préstamos obtenido por Vicentin Uy debe comprar el 16,67 % (50 % de la participación de Molinos)” (comunicado de accionistas, 2020).

³Por esta razón se intuye que la deuda financiera de la Sucursal con Braf Development fue saldada dado que esta entidad no se encuentra dentro de la lista de acreedores en febrero de 2020.

de julio y octubre de 2019⁴. Al interior del mismo figuran los resultados no asignados como la principal explicación de tal monto. Esto significa que la Sucursal acumuló dicha suma a lo largo de varios períodos y decidió retenerla sin darle una aplicación específica.

6.1.3 Resultados de la Sucursal

El Estado de resultados de la Sucursal muestra ciertos aspectos sobresalientes con respecto a la contabilidad de Vicentin SAIC (véase Figura 6.3). En primer lugar, el balance de sumas y saldo al 31 de octubre evidencia exportaciones por US\$ 4.308 millones en el período fiscal de 12 meses, las cuales fueron facturadas por la cáscara uruguaya. Sin embargo, en igual período de tiempo, Vicentin SAIC detentó ventas al exterior por US\$ 3.396 millones. Parte de tal diferencia es explicado por exportaciones adicionales de la Sucursal compuestas por materias primas en unos US\$ 1.357 millones, mientras que Vicentin SAIC exportó tales tipos de bienes por US\$ 47 millones. Estas exportaciones podrían constituir un nuevo elemento de sospecha dado que la subcuenta correspondiente a las materias primas dentro de los bienes de cambio no presentaron importe alguno a febrero de 2020.

Figura 6.3:

Resultados de la Sucursal en Uruguay

Investigación del Banco Nación Argentina, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.

Fuente: Elaboración propia, balances contables.

Montos en US\$

	31 de octubre 2019	31/10/19
Exportaciones	4.308.740.299	
Ingresos financieros	102.607.194	
Total Ingresos	4.411.347.494	
Costo de productos de reventa	-4.282.793.343	
Otros gastos	-207.033.721	
Egresos	-4.489.827.065	
Pérdida	-78.479.571	
		Otros gastos- Wash-out -43.896.715
		Otros gastos- circulo -25.488.096

Fuente: elaboración propia, balances contables.

En adición, la subfacturación podría explicar parte de estas diferencias en las exportaciones. Esto significaría que mientras Vicentin SAIC subfactura las ventas al exterior, la Sucursal las facturó al correspondiente precio de mercado.

En segundo lugar, los ingresos financieros de la Sucursal resultaron ser relevantes en tanto se tenga en cuenta el stock de préstamos intra-firma. Mientras estos últimos alcanzaron los US\$ 53 millones, dichos ingresos acumularon US\$ 102 millones en el período de 12 meses.

⁴Cabe destacar que estas infografías fueron realizadas con carácter demostrativo y simplificado a través de la simple sustracción de las diversas cuentas del balance de sumas y saldos. Es por esta razón que no se buscó obtener una igualdad contable en el Estado de situación patrimonial.

Estos ingresos financieros están explicados por diferencias de cambio en la cotización del dólar, intereses ganados, resultados en operaciones en mercados de granos, y otras subcuentas que se desconocen a ciencia cierta su particular referencia. Entre estas últimas se encuentran: “Otros Ingresos FOB - String”, “Otros Ingresos FOB - Circulo”, “Otros ingresos FOB - Wash out”, “Otros Ingresos FOB - Carrying”. Particular reparo debiera tenerse de una subcuenta que su traducción invoca al “lavado”⁵.

En tercer lugar, los costos y gastos comprenden a la actividad de compra y para la re-venta de las exportaciones de Vicentin SAIC. Particularmente los gastos poseen subcuentas que se desconoce su referencia y que replican en su nombre a los ignotos ingresos antes mencionados. El mayor de estos últimos corresponde a “Otros gastos FOB wash-out” (lavado) por US\$ 43 millones. En total, los gastos suman un monto (de US\$ 207 millones) que duplica a los ingresos financieros de la Sucursal. Por esta razón, la Sucursal posee una pérdida de US\$ 78 millones. Sin embargo, dejando de lado los ingresos financieros y los mencionados gastos, la cáscara tendría una ganancia de US\$ 26 millones.

6.2 Préstamos intra-firma en el Holding uruguayo

En esta sección analizaremos los préstamos recibidos y otorgados por parte de sociedades uruguayas integradas por Nacadie Comercial S.A., Vicentín Family Group, VFG Inversiones y Actividades Especiales S.A., e Industria Agroalimentaria Latam S.A. Estas firmas uruguayas realizaron prácticas de financiamiento intra-firma en forma asidua. Los balances de dichas firmas dan cuenta de los movimientos de préstamos con carácter de corto plazo. Cabe considerar que el flujo de dichos préstamos constituyen la fuga de capitales del excedente producido en Argentina. Es decir, los préstamos intra-firma conforman el traslado de dicho excedente y su movimiento entre las estructuras. Téngase en cuenta que estas firmas debieran ser consideradas como cáscaras, y por ende, no poseen la capacidad de producir excedentes. Todo capital adquirido por estas es conformado por un proceso de redistribución de la riqueza desde la Argentina hacia dominios extraterritoriales.

Estos mecanismos de redistribución de la riqueza pueden ser múltiples: en primer lugar, estas cáscaras podrían financiarse a través de la realización de precios de transferencia en el comercio y en el financiamiento, formación de activos externos, etc. En segundo lugar, las cáscaras pudieron haberse financiado a través del desvío de líneas de créditos que tenían otros fines. Así también, en tercer lugar, estas sociedades centralizaron ciertas líneas de financiamiento proveniente de entidades financieras internacionales que pudieron ser redistribuidas hacia otras partes del grupo económico por medio de los préstamos otorgados.

⁵Aunque también podrían comprender a actividades propias de la exportación. En caso que la situación sea esta, no se comprendería por qué una Sucursal dedicada únicamente a la facturación de las exportaciones tendría estos ingresos. Cabe destacar que la comercialización es realizada por Vicentin SAIC y que la Sucursal cumple un rol de intermediaria.

A partir de los balances de las empresas constituidas en Uruguay se analizaron los préstamos intra-firma al año 2016 (véase Cuadro 6.1). En primer lugar aparecen los préstamos cruzados entre las empresas *holding* uruguayas con un monto total de U\$S 67 millones, la mayoría correspondientes a un pasivo de Nacadie con Vicentin Family Group (U\$S 33,5 millones) y otro de VFG I y AE con IALatam (U\$S 27,8 millones). Luego se destaca la participación de los créditos otorgados por Vicentin SAIC y Vicentin Sucursal Uruguay a los *holding* de Uruguay, con stock de U\$S 52,9 millones, correspondiendo la inmensa mayoría (90%) a los concedidos por la sucursal. Cabe resaltar que ese año sólo se registra un préstamo de U\$S 7,2 millones recibido por Vicentin SAIC de las empresas radicadas en Uruguay (otorgado por IALatam). Entre los préstamos otorgados por Nacadie se destaca uno de U\$S 8 millones percibido por Swass International Corporation, que es su controlante, una empresa panameña cuyo representante legal es Patricio María Coghlan.

Cuadro 6.1: Préstamos intra-firma del grupo Vicentin, 2016

Tipo de préstamos	Monto acumulado
Entre empresas holding uruguayas	64.195.882
De Vicentin SAIC y Vicentin Sucursal Uruguay a empresas holding uruguayas	52.920.806
De empresas uruguayas a empresas argentinas controladas	26.205.689
De empresas uruguayas a Vicentin SAIC y Vicentin Sucursal Uruguay	7.200.000

Fuente: elaboración propia, balances contables.

Los flujos de préstamos recibidos y otorgados por las firmas resultaron crecientes con el paso del tiempo. Al consolidar la información de Vicentín Family Group (conformada por VFG Inversiones y Actividades Especiales S.A., e Industria Agroalimentaria Latam S.A.) se pudo cotejar que los préstamos recibidos ascendieron a US\$ 190 millones en 2016 y 234 millones en 2017. En tanto, los préstamos otorgados por estas firmas controladas por el *holding* alcanzaron los US\$ 59 millones en 2016 y los 112,8 millones en 2017.

Cabe realizar una serie de cuestionamientos en la registración de los préstamos intra-firma y su forma de exhibirse. En primer lugar, muchas de las transacciones abajo descritas y analizadas no son mencionadas en los respectivos balances de las firmas argentinas. Esto constituye un problema en la trazabilidad de los fondos que sólo pudo ser solucionado a través del acceso de los balances de las cáscaras de Uruguay. Como se conoce, la obtención de información de firmas en países de baja tributación se torna sumamente dificultoso. En segundo lugar, los préstamos abajo descriptos corresponden tanto a las obligaciones financieras así como a los derechos financieros en una fecha determinada, los cuales son representados como un stock. Esto impide ver dichas transacciones como lo que son, es decir, un flujo.

6.2.1 Nacadie Comercial S.A.

En primer lugar, Nacadie Comercial S.A. co-propietaria de Friar recibió préstamos a corto plazo en el año 2016 provenientes de la sucursal de Vicentín SAIC en Uruguay (US\$ 8,4 millones) y del *holding* Vicentín Family Group (US\$ 33,5 millones) (véase Cuadro 6.2). En tanto, Industria Agroalimentaria Latam (Uruguay) le otorgó un préstamo por US\$ 20,3 millones en el año 2017. A su vez, Nacadie destinó este financiamiento al otorgamiento de préstamos a su controlada Friar (US\$ 1,7 millones) y a su controlante en Panamá denominada Swaas International Corporation (US\$ 8,5 millones) . Así también, cabe señalar que recibió préstamos de IIG Capital LLC 2 (US\$ 21 millones). Esta última constituye un fondo de financiamiento de EEUU, el cual adquirió el derecho a una opción de compra de Friar a partir de dicho financiamiento por el 44,79% del capital social⁶.

Cuadro 6.2: Nacadie Comercial S.A.: stock de préstamos percibidos y otorgados, en US\$

Préstamos percibidos en US\$		
Prestamistas	31/10/2016	31/10/2017
IIG Capital LLC 2	21.003.719	S/D
Vicentin SAIC Sucursal Uruguay	8.467.587	S/D
VFG	33.550.000	S/D
Industria Agroalimentaria Latam	-	20.300.000
Total	63.021.306	20.300.000

Préstamos otorgados en US\$		
Acreedoras	30/4/2016	31/10/2016
Swaas International Corporation	-	8.583.086
Friar	1.776.585	1.776.472
Total	1.776.585	10.359.558

Fuente: elaboración propia, balances contables.

⁶“Considerando que con fecha 29/12/2011, NACADIE suscribió con IIG CAPITAL LLC AS AGENT (posteriormente reemplazado por IIG TOF), una “Opción Irrevocable de Compraventa de Acciones” sobre el 44.79% de las acciones de FRIAR S.A; que con fecha 16/4/2014, NACADIE suscribió la “Primera Enmienda a Opción Irrevocable de Venta de Acciones”, que modificó la original, el valor estimado al 31/12/2016 de la opción de Venta que Nacadie mantiene a su favor con IIG asciende a la suma de u\$s 47.643.195,32, opción que podrá ser ejercida hasta el 31/8/2017” (Nacadie Comercial S.A., 2016)

6.2.2 Vicentin Family Group

En segundo lugar, como veremos más abajo, los fondos obtenidos por Vicentín Family Group (VFG) consolidan las posiciones de sus controladas (VFG Inversiones y Actividades Especiales S.A. e Industria Agroalimentaria Latam) (véase Cuadro 6.3). Es decir, este *holding* recibió préstamos a través de las cáscaras que controla. Entre los préstamos recibidos se encontraron una serie de financiamientos provenientes de Baf Latam (US\$ 117 millones), fondo dedicado al financiamiento del sector agropecuario. A su vez, este *holding* uruguayo recibió préstamos de la Sucursal de Vicentín SAIC en Uruguay (33,5 millones). Probablemente, este último financiamiento fue a parar al poco tiempo a Nacadi Comercial S.A. dado que VFG aparece como prestamista de esta última por un monto similar.

Cuadro 6.3: Vicentin Family Group S.A.: stock de préstamos percibidos, en US\$

Préstamos percibidos en US\$	
Prestamistas	31/10/2016
Baf Latam Trade	114.308.749
Baf Latam Credit Fund	3.151.691
Algodonera Avellaneda	2.806.458
Vicentín SAIC Sucursal Uruguay	33.532.029
Total	153.798.927

Fuente: elaboración propia, balances contables.

6.2.3 VFG Inversiones y actividades especiales S.A.

En tercer lugar, VFG Inversiones y Actividades Especiales S.A. (VFG I y AE) demuestra la complejidad de los triangulamientos en los préstamos entre empresas. Recibió préstamos del fondo Baf Latam por US\$ 66 y 99,5 millones en los años 2016 y 2017, así como de la sucursal uruguaya de Vicentín SAIC (US\$ 33,5 millones en el año 2016), y la propia Vicentín SAIC (US\$ 12,9 millones en el año 2017), entre otros (véase Cuadro 6.4). A su vez, VFG I y AE otorgó préstamos a Algodonera Avellaneda los cuales se tornaron crecientes con el correr del tiempo (para el año 2017 ascendieron a US\$ 30,6 millones). Así también, otorgó préstamos a Enav (US\$ 12 millones) y a la sucursal uruguaya de Vicentín SAIC (US\$ 15,5 millones) en el año 2017. Los préstamos recibidos y otorgados resultaron crecientes con el paso del tiempo. Mientras en el año 2016 estos fueron por US\$ 128 millones y 24 millones, respectivamente; para el año 2017, los mismos ascendieron a US\$ 138 millones y 58,8 millones, respectivamente.

Cuadro 6.4: VFG Inversiones y actividades especiales S.A.: stock de préstamos percibidos y otorgados, en US\$

Préstamos percibidos en US\$			
Prestamistas	31/04/2016	31/10/2016	31/10/2017
Baf Latam Trade	S/D	3.057.253	-
Baf Latam Trade Finance	S/D	63.825.594	79.373.134
Industria Agroalimentaria LATAM	15.448.500	27.829.424	25.965.432
Vicentín SAIC Sucursal Uruguay	28.366.810	33.532.029	-
Vicentín SAIC	1.219.557	2.261.317	12.904.537
Baf Latam Credit Fund	S/D	-	20.128.344
South American Food	S/D	-	1.967
Total	45.034.867	128.244.300	138.373.414

Préstamos otorgados en US\$			
Acreedoras	30/4/2016	31/10/2016	31/10/2017
Algodonera Avellaneda	18.945.064	24.429.217	30.680.124
Vicentín Family Group S.A.	15.000	10.000	25.000
Enav	-	-	12.051.994
Sottano	-	-	273.335
Vicentín SAIC Sucursal Uy	-	-	15.555.767
Total	18.960.064	24.439.217	58.586.220

Fuente: elaboración propia, balances contables.

6.2.4 Industria Agroalimentaria Latam S.A.

En cuarto lugar, para el año 2017, Industria Agroalimentaria Latam recibió fondos de Baf Latam (US\$ 81 millones), Algodonera Avellaneda (US\$ 2,4 millones), Oleaginosa Moreno Hnos (2 millones), y Molinos Agro (1,9 millones) (véase Cuadro 6.5). En tanto, otorgó préstamos a la sucursal de Vicentín (US\$ 6,6 millones), VFG I y AE (25,9 millones) y a Nacadie Comercial S.A. (20,3 millones). Tanto los préstamos otorgados como los préstamos recibidos resultaron crecientes con el transcurso del tiempo. En el año 2016 recibió préstamos por US\$ 62,6 millones y otorgó créditos por 35 millones; para el año 2017 estos resultaron por 96,3 millones y 54,2 millones, respectivamente.

Cuadro 6.5: Industria Agroalimentaria Latam S.A.: stock de préstamos percibidos y otorgados, en US\$

Préstamos percibidos en US\$			Préstamos otorgados en US\$			
Prestamistas	31/10/2016	31/10/2017	Acreedores	30/4/2016	31/10/2016	31/10/2017
Baf Latam Trade	51.181.793	81.727.354	Vicentin SAIC Sucursal Uruguay	7.988.567	7.203.474	6.671.316
Algodonera Avellaneda	2.806.458	2.409.272	Vicentin SAIC	3.4766	-	277.967
Oleaginosa Moreno	-	2.012.965	Algodonera Avellaneda	6.849	-	-
Molinos Agro	-	1.942.116	VFG	15.448.500	27.829.424	25.970.432
Vicentin SAIC Sucursal Uruguay	-	7.966.534	Buyanor	-	-	1.048.287
Vicentin SAIC	8.659.873	292.861	Nacadie Comercial S.A.	-	-	20.300.000
Total	62.648.124	96.351.102	Total	23.478.682	35.032.898	54.268.002

Fuente: elaboración propia, balances contables.

Parte IV

Vaciamiento en el comercio exterior: precios de transferencia

Capítulo 7

Comercio exterior, comercio intra-firma y precios de transferencia

En este apartado analizaremos el dinamismo en el comercio exterior del grupo Vicentin, sus fundamentos, las transacciones intra-firma, así como también, y el cálculo de los precios de transferencia de dichas transacciones.

En primer lugar, cabe señalarse el rápido crecimiento de las ventas externas que el grupo detentó en los últimos años. Sorprendentemente, el grupo batió su récord de exportaciones en el mismo año de producido el stress financiero de Vicentin SAIC. Dicho dinamismo se encontró sustentado por el procesamiento de soja bajo la forma de harina y aceite. Sin embargo, ciertos bienes no tradicionales con un nulo procesamiento, tales como el maíz en grano y el trigo, incrementaron su participación en la exportación de Vicentin SAIC en los últimos años. En este sentido, ganó gravitación un perfil caracterizado como comercializador sin mayor valor agregado.

Esto mismo podría decirse en relación a las importaciones realizadas por Vicentin SAIC durante el gobierno de Cambiemos ya que, ante un cambio regulatorio, la firma incrementó rápidamente las admisiones temporarias. Esto implicó la compra de granos desde el exterior para su procesamiento en Argentina y la posterior exportación de la materia prima procesada. Cabe aclarar que dicha regulación se encontraba prohibida por el gobierno anterior. A esta alteración reglamentaria se le sumó la sequía del año 2018, es por ello que en este contexto, las importaciones de Vicentin SAIC se expandieron considerablemente. Como consecuencia, la compañía se constituyó en el mayor importador de porotos de soja de la Argentina, sobrepasando considerablemente a cualquier otra firma del sector. Esta nueva práctica repercutió en aspectos fiscales reflejados en la reducción de los derechos de exportación, debido a la deducción que implican las importaciones en el cálculo de dicho tributo.

En adición, un elemento novedoso de Vicentin SAIC comprendió la nula actividad comercial durante el año 2020 a pesar que las plantas siguieron activas. En este nuevo contexto, emergieron con fuerza diversos exportadores que podrían explicar el destino de

la producción de Vicentin SAIC.

En segundo lugar, las exportaciones tanto de Friar S.A., Renova S.A. como Algodonera Avellaneda S.A. crecieron fuertemente. Sin embargo, gran parte de dicho dinamismo estuvo explicado por la comercialización de mercaderías que estas no producen en sus plantas y que fueron adquiridas a Vicentin SAIC. Lo curioso del caso se encontró en que si bien fueron compradas a esta última, luego fueron re-ventas a la misma a través de Vicentin SAIC Sucursal Uruguay. A esto se le suma el hecho que dichas exportaciones se subfacturaron, y como consecuencia, se fugaron capitales al exterior.

En tercer lugar, dentro del análisis del comercio intra-firma, se destacó el rol que poseen las cáscaras en el comercio intra-firma. Por ello, todas las empresas del grupo que realizan actividades de exportación mantuvieron relación con una intermediaria en un país de baja tributación.

Por último, fruto de las transacciones intra-firma, el grupo acumuló precios de transferencia en el comercio por US\$ 82 millones en 2019, de los cuales, US\$ 76 millones fueron explicados por Vicentin SAIC. Este último monto fue reflejado por las exportaciones de harina y pellets de soja, aceite de soja y maíz en grano. Además, se visualizaron algunos ascensos significativos en el tratamiento de precios de transferencia en los años 2008 y 2016 por unos US\$ 249 millones y 114 millones, respectivamente.

En relación con lo anterior, cabe considerar que las importaciones concretadas por Vicentin SAIC se realizaron a un valor de sobrefacturación que acumularon unos US\$ 56 millones en el año 2018 y 11 millones en 2019. Sin embargo, estos montos no fueron contabilizados como fuga de capitales dado que no formaron parte del comercio intra-firma, aunque bien podrían comprender una posible práctica especulativa en el comercio exterior.

7.1 Comercio intra-firma

Como se explicó en el apartado que analiza las transformaciones en la estructura corporativa, el grupo llevó adelante un proceso de internacionalización a partir de 2004 a través de la creación de tres tipos de empresas: empresas *holding* controlantes de las exportadoras con sede en Uruguay, empresas controladas en países productores de granos (Paraguay y Brasil), y sucursales de empresas importantes del mismo (la principal, Vicentin SAIC Sucursal Uruguay). Estas modificaciones habilitaron ciertos mecanismos utilizados por las grandes empresas transnacionales para manipular los precios de transferencia con el objetivo de reducir el pago de impuestos y fugar capitales. El objetivo de este apartado es identificar los principales flujos de comercio intra-grupo, ya que se pondrá el eje en el análisis de los precios de esas transacciones.

A partir de la información de los balances se pudo realizar una caracterización de estos flujos. En primer lugar, cabe destacar que la Sucursal de Vicentin SAIC en Uruguay

centralizó la facturación de las exportaciones de todo el grupo y funcionó como intermediario (véase Figura 7.1). La firma comprende una cáscara en zona franca. Empresas como Vicentin SAIC, Friar S.A.¹, Renova S.A., Algodonera Avellaneda S.A., Oleaginosa San Lorenzo S.A. y Buyanor S.A. exportan por medio de la Sucursal uruguaya. A su vez, como vimos con anterioridad, la misma concentró préstamos intra-firma y fondos internacionales. El hecho de ser un intermediario nos permitiría pensar que la misma funciona como un *Conduit* de flujos financieros y comerciales sin sustancia económica.

Además, Vicentin SAIC (Sucursal Uruguay) participó como intermediario en las exportaciones de Vicentin Paraguay pero también en la exportación de biodiesel de la empresa Renova, junto a VFG Inversiones y Actividades Especiales, tal como señala un informe del Departamento de Comercio del gobierno de los Estados Unidos². Los balances de Renova también muestran un flujo comercial muy intenso con las empresas pertenecientes a sus socios en el emprendimientos, en especial con Glencore Grain B.V (Países Bajos) y Molinos Overseas (Uruguay). El balance de Friar también mostró un intenso flujo comercial intra-grupo con Vicentin SAIC Sucursal Uruguay y Nacadie Comercial, intermediarias en las exportaciones del frigorífico.

En segundo lugar, existe otra capa de intermediarios constituidos por cáscara de empresas multinacionales radicadas en países de baja tributación que operaron como compradoras de la Sucursal en Uruguay. Entre estas encontramos firmas tales como Glencore Grain BV (Países Bajos), Cofco Resources S.A. (Suiza), Bunge Agritrade S.A. (Uruguay), entre otras³.

En tercer lugar, Vicentin Europa (España) comprende otra cáscara que funciona como intermediario de una pequeña parte de las exportaciones de Vicentin SAIC. Se trata de la comercialización de productos y subproductos de la soja para consumo doméstico en el mercado español⁴. En el mismo sentido, Tastil S.A. se dedica a la comercialización de bienes en el mercado uruguayo⁵, entre los que se encuentran los subproductos agrícolas (cereales, oleaginosas y algodón) para raciones balanceadas de consumo animal, y la distribución de vinos y miel. Es así que esta última adquirió productos del grupo en compañías tales como Sottano, Algodonera Avellaneda y Vicentin SAIC.

En cuarto lugar, Vicentin Paraguay adquirió una mayor importancia en los últimos

¹Friar S.A. detenta una sucursal en Uruguay. Parte de las exportaciones de la misma son conducidas por medio de esta última.

²Según el Memo A-357-820 de la International Trade Administration del Departamento de Comercio: “Vicentin se basó en dos empresas subsidiarias de Uruguay, VFG Inversiones y Actividades Especiales y Vicentin SAIC Sucursal Uruguay, para proveer servicios en el proceso de venta” (p. 9).

³Información provista por los prospectos del Fideicomiso de Vicentin Exportaciones. Los créditos por ventas son parte de las garantías que sustentan el fideicomiso.

⁴Vicentin Europa controla a la empresa MIGASA dedicada a la mencionada comercialización. En este caso Vicentin Europa comprende un mero intermediario. Dicha información es provista por el contrato entre Vicentin SAIC y la CFI.

⁵Las exportaciones desde Uruguay son muy reducidas y se concentran en miel hacia el mercado europeo.

años dado que exportó porotos de soja hacia la Argentina para su industrialización. A su vez, debe destacarse que esta firma se constituyó como una cáscara dedicada a la comercialización. En períodos en los cuales se restringieron las importaciones de soja a la Argentina, la comercialización desde Paraguay mantuvo como destino a distintos países que tuvieron como intermediarios a cáscaras en Uruguay (véase Cuadro 7.1). Según datos de comercio exterior, en momentos de restricción de las importaciones hacia la Argentina, la Sucursal en Uruguay explicó entre un 70-78% de la facturación de las exportaciones de Vicentin Paraguay. Así también, esta última comerció directamente con *traders* de empresas multinacionales entre los que se pueden encontrar a Concordia Agritrading (del conglomerado Nidera) y Noble Resources (Suiza).

Por último, existieron transacciones intra-firma dentro del territorio argentino (véase más abajo). Particularmente, Vicentin SAIC vendió productos a empresas relacionadas que luego fueron exportadas a través de la Sucursal en Uruguay. En este caso, la producción sufrió un cambio de manos hasta llegar a ser facturada por la cáscara uruguaya.

Cuadro 7.1: Vicentin Paraguay S.A.: exportaciones en millones por empresa compradora, y su participación en % (2010-2012)

Empresa compradora	2010		2011		2012	
	FOB U\$S (millones)	%	FOB U\$S (millones)	%	FOB U\$S (millones)	%
Vicentin SAIC Sucursal Uruguay	78,90	78,2	107	78,1	33,87	70,4
Concordia Agritrading (Uruguay)	3,70	3,7	14,91	10,9	12,6	26,2
Concordia Agritrading PTE (Singapur)	1		10,94	8		
Vicentin SAIC (Argentina)	13,92	13,8	3,91	2,9		
Cargill Agropecuaria (Argentina)	4,37	4,3				
Noble Resources (Suiza)			0,18	0,1	1,6	3,4

Fuente: elaboración propia, Softrade.

Figura 7.1:

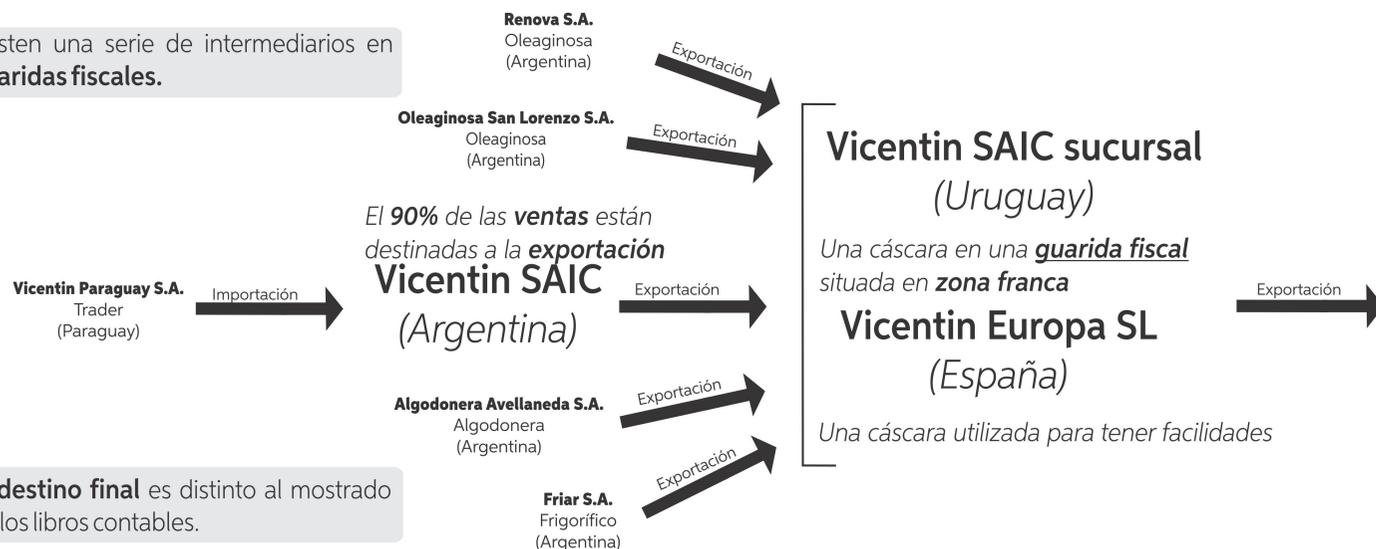
Transacciones comerciales intra-firma

Investigación del Banco de la Nación Argentina, autores: Alejandro Gaggero, Gustavo García Zanotti.

1) Existen numerosas **transacciones intra-firma** con destino al exterior.

2) **Vicentín** comercia con **empresas multinacionales**.

3) Existen una serie de intermediarios en **guardidas fiscales**.



4) El **destino final** es distinto al mostrado en los libros contables.

5) A través de las cáscaras se realiza **precios de transferencia**.

6) **La sucursal en Uruguay centraliza las transacciones** para su destino al exterior.

Cáscaras de las empresas multinacionales en **guardidas fiscales...**

Glencore Grain BV
(Países Bajos)

Cefetra B.V.
(Países Bajos)

Urugrain (Dreyfus)
(Uruguay)

COFCO Resources S.A.
(Suiza)

Bunge Agritrade S.A.
(Uruguay)

NOBLE RESOURCES S.A.
(Suiza)

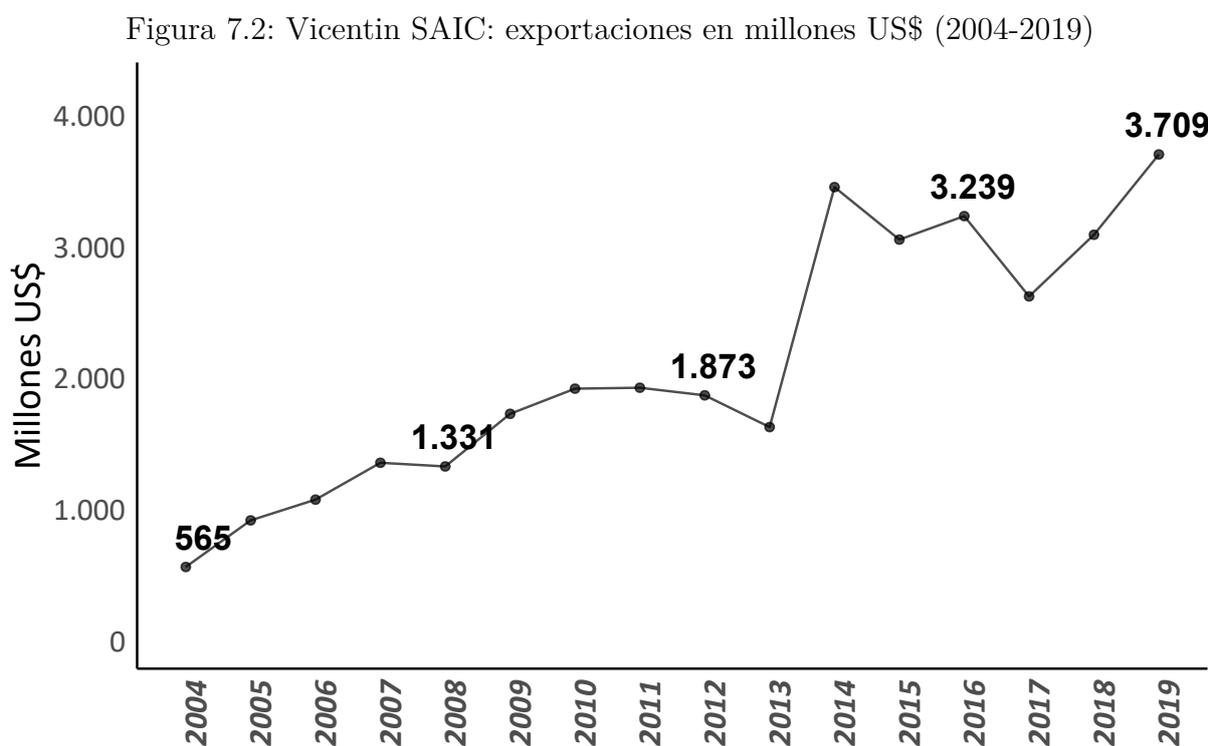
ADM
(EEUU)

Cargill
(Delaware-EEUU)

7.2 Comercio exterior

7.2.1 Exportaciones de Vicentin SAIC

Vicentin S.A.I.C. cerró el año 2019 con el nivel de exportaciones más elevado de toda su historia (véase Figura 7.2). El aumento de las mismas ha sido notable a lo largo de los últimos años. La firma pasó de exportar unos US\$ 565 millones en 2004 a unos 3.709 millones en 2019. Es por ello que en términos de exportaciones totales, Vicentin SAIC se ubicó en el segundo puesto dentro de los mayores exportadores del sector oleaginoso en la Argentina después de Nidera-Cofco (la cual exportó por 4.073 millones en 2019).



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

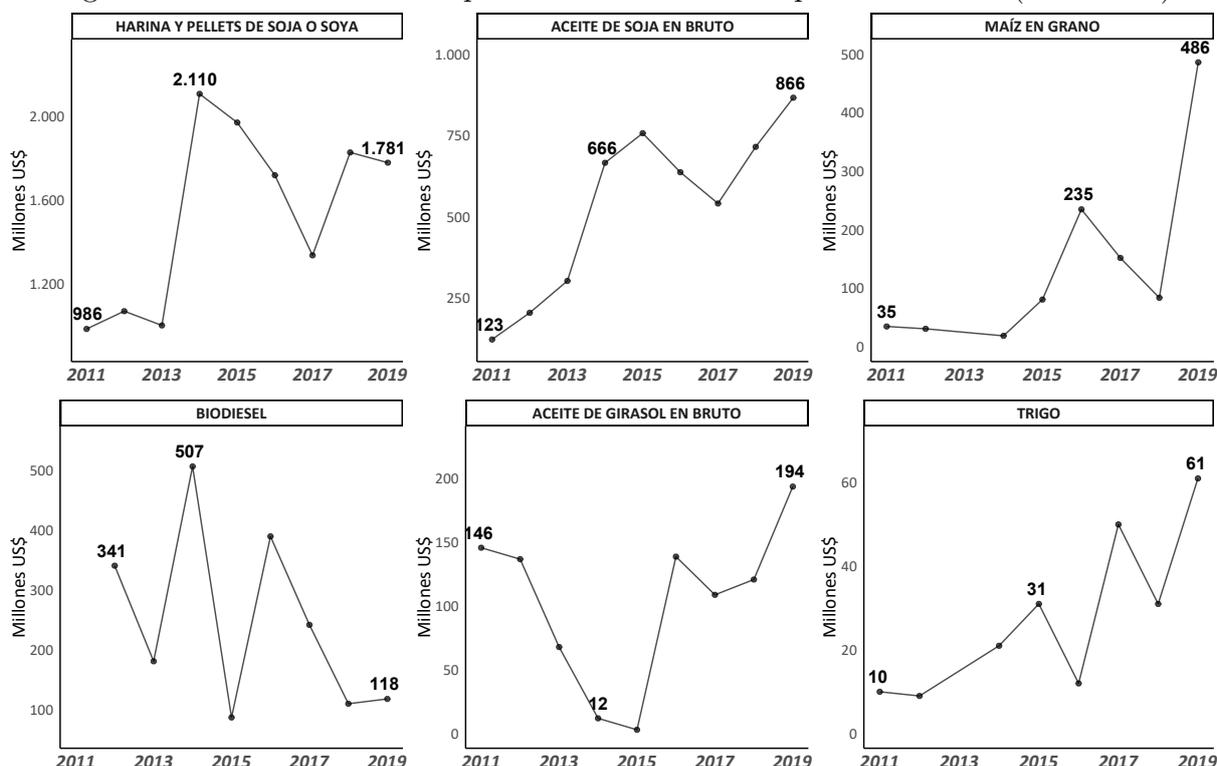
Por otro lado, existió un crecimiento significativo de las exportaciones de Vicentin SAIC entre los años 2013-2014. Estas pasaron de los US\$ 1.630 millones en 2013 a los 3.460 millones en 2014, explicadas por sobre todo, a un incremento de los bienes de harina y pellets de soja y aceite de soja en bruto. Dicho crecimiento podría ser explicado gracias a la parcial discontinuación en las exportaciones de productos de Vicentin SAIC realizadas a través de empresas relacionadas (véase más abajo).

Dentro del desagregado por bienes exportados se presenta una determinada especialización que nos habla del reducido valor agregado producido por la firma (véase Figura 7.3). Los bienes más exportados comprenden desde la harina y pellets de soja, seguido por el aceite de soja en bruto, entre otros. En tanto, la exportación de Biodiesel adquirida a la planta de Renova fue decayendo a lo largo de los últimos años. En cambio, crecieron

con fuerza las exportaciones de bienes sin ningún procesamiento, como son los casos del maíz en grano y del trigo (aunque este último en menor medida).

Cabe destacar que las exportaciones de bienes con mayor valor agregado son realmente escasas. En estos casos las exportaciones de aceites refinados de soja, girasol y algodón significaron un monto de casi US\$ 9 millones en 2019.

Figura 7.3: Vicentin SAIC: exportaciones en millones por bienes US\$ (2011-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

7.2.1.1 Exportaciones en los años 2019 y 2020

La evolución mensual de las exportaciones de Vicentin SAIC en el año 2019 podría mostrar las dificultades financieras o comerciales de la empresa (véase Figura 7.4). Hasta los meses de agosto de dicho año estas crecieron fuertemente. Sin embargo, en los meses de octubre, noviembre, y especialmente en el mes de diciembre, las exportaciones se derrumbaron de golpe. Nuevamente este fenómeno podría demostrar el súbito proceso de quiebra. Cabe destacar que la empresa dejó de exportar a partir de enero de 2020, dado que estas operaciones fueron desestimadas por la AFIP fruto al Concurso⁶.

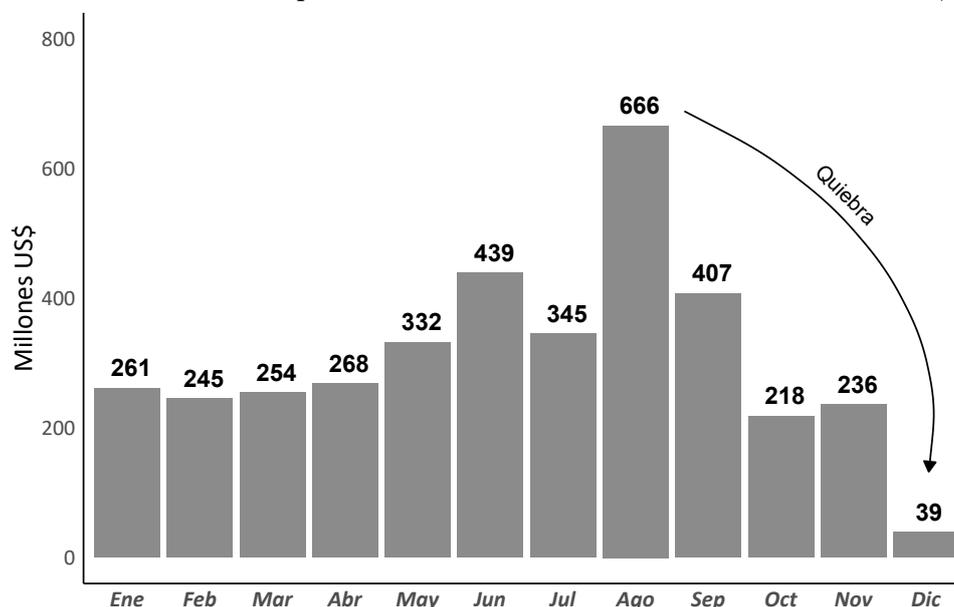
En tanto, las exportaciones y el funcionamiento de las plantas de Vicentin SAIC en 2020 comenzaron un proceso de fragmentación, propio del vaciamiento de la misma. En

⁶Se desconoce exactamente por qué Vicentin SAIC no realizó exportaciones en el mes de enero del 2020. Tal vez se deba a las mismas restricciones de AFIP, aunque podría deberse a otros motivos.

los meses de agosto, septiembre y octubre de 2019 finalizó un proceso de cambios de empleadores entre Oleaginosa San Lorenzo y Vicentin SAIC, donde la primera le transfirió el personal a la segunda⁷. El 27 de enero de 2020, días antes de la presentación del Concurso, Vicentin SACI cedió gratuitamente a Oleaginosa San Lorenzo el uso y explotación de diversas instalaciones⁸. A los pocos meses, el grupo Olio a través de la empresa Diaz & Forti S.A. (radicada en Rosario, Santa Fe) aumentó considerablemente sus exportaciones, lo que podría esconder un contrato de locación de las mencionadas instalaciones⁹. Dichas exportaciones pasaron de los US\$ 4 millones en 2019 a los 212 millones en los primeros 7 meses del 2020 (véase Figura 7.5). Entre sus principales bienes exportados se encuentran los porotos de soja, harina de soja y el maíz en grano.

En relación con este punto, al interior del sector se produjeron alteraciones en la importancia que poseen cada uno de los actores. Oleaginosa Moreno Hnos., empresa socia en términos comerciales, financieros y en inversiones conjuntas, incrementó su gravitación en las exportaciones de harina de soja. Mientras en el año 2019 esta compañía multinacional detentaba el 14% del mercado (ubicándose tercera en el mismo); para los siete primeros meses del año 2020 su participación aumentó al 24%, convirtiéndose en la principal exportadora. Estas alteraciones podrían esconder negocios entre las partes a espaldas del Concurso.

Figura 7.4: Vicentin SAIC: exportaciones en millones US\$ en forma mensual, Año 2019



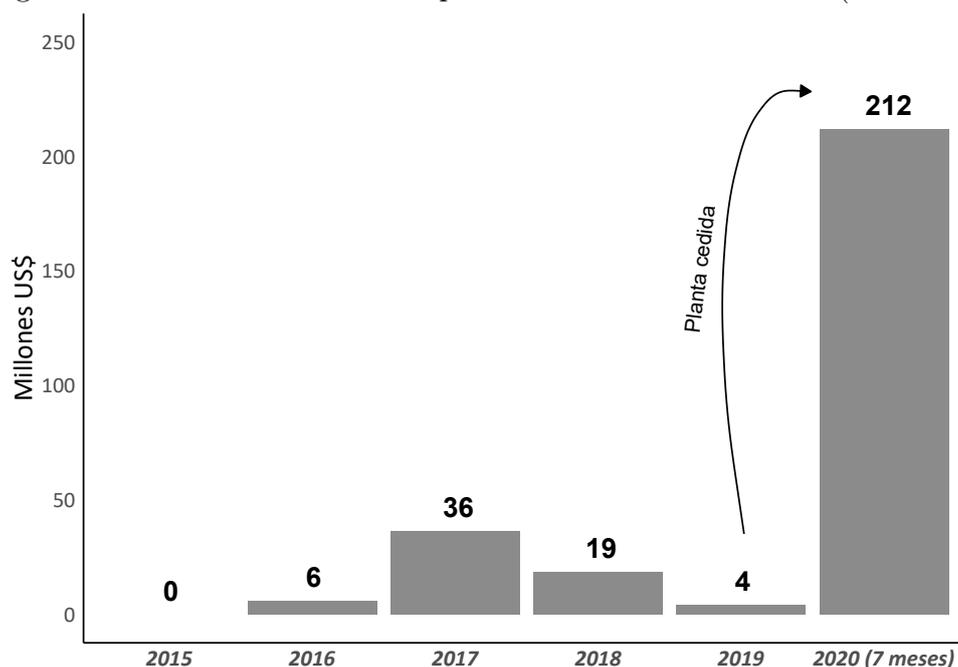
Fuente: elaboración propia, SofTrade.

⁷Información provista por el Sindicato de Aceiteros de la Ciudad de San Lorenzo (Santa Fe).

⁸Información provista por el contrato de Comodato entre las partes.

⁹Información brindada por entrevistas informales.

Figura 7.5: Díaz & Forti S.A.: exportaciones en millones US\$ (2015-2020)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

7.2.2 Importaciones de Vicentin SAIC

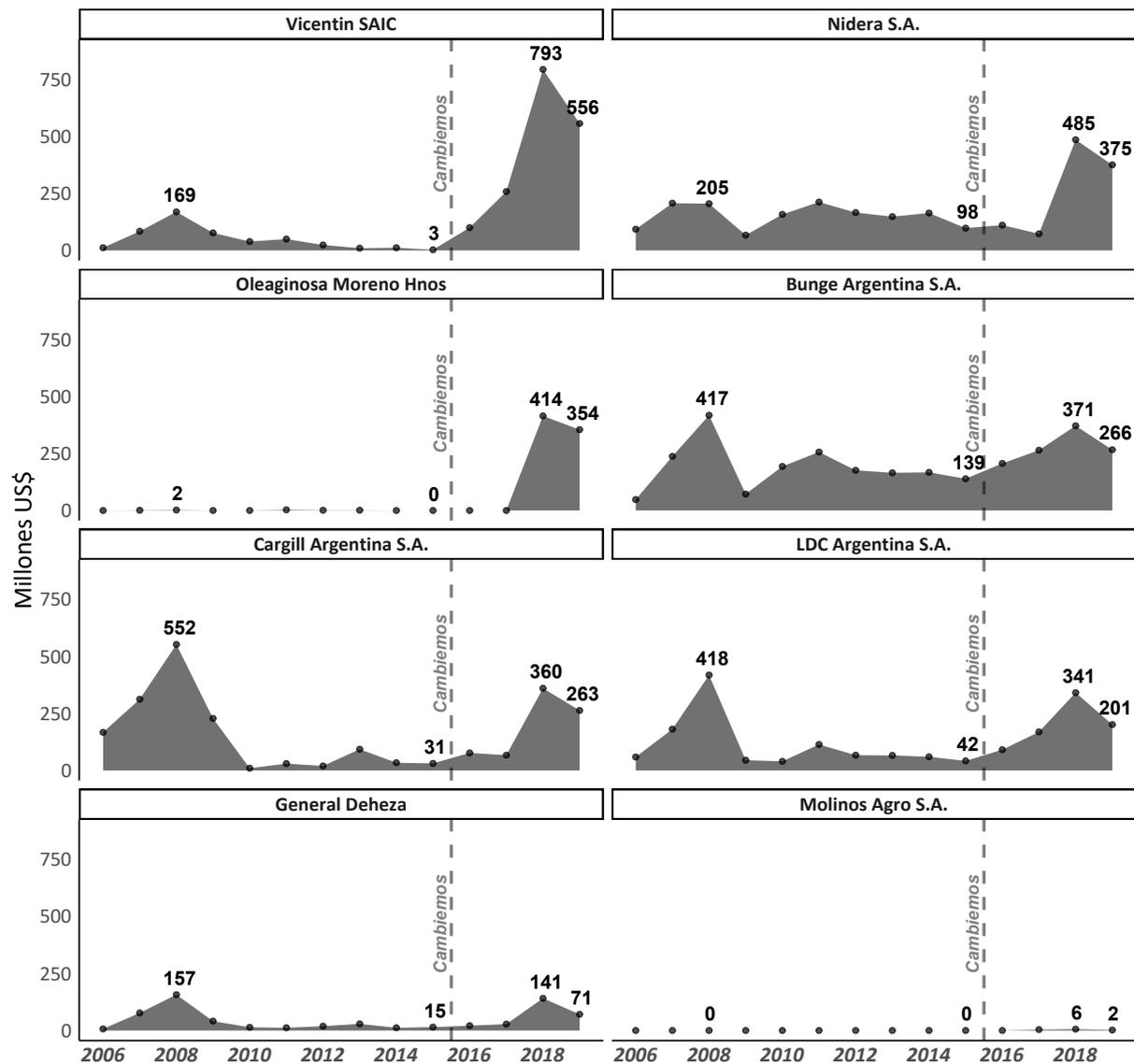
A partir del año 2016 se inició un nuevo capítulo en lo que respecta al comercio exterior de Vicentin SAIC. Las importaciones temporarias comenzaron a explicar mayormente las compras de la compañía. Estas importaciones consisten en un sistema que permite importar ciertos productos sin aranceles ni tributos con el fin de agregarles valor en el país, para luego exportarlos en un plazo determinado¹⁰. El Decreto 1330/04 reglamentó dicho régimen, y en la práctica, tales importaciones estuvieron limitadas desde el año 2009 al 2015¹¹. En relación a esto, la empresa Vicentin SAIC mencionó en sus memorias del año 2013 que “El sector del que es parte la Empresa, no puede dejar de sentir preocupación por los problemas de capacidad ociosa [...] [este] fenómeno de la capacidad ociosa debe deterrarse [...]. Nos estamos refiriendo, a una institución que durante muchos años, permitió que el sector trabaje a pleno, con un nivel de utilización de la capacidad instalada teórica del 85/86% de promedio, tal como ocurriera en los primeros seis años de esta década: ‘LA ADMISIÓN TEMPORARIA’” (*Balance contable Vicentin*, 2013, p. 20).

El mencionado régimen fue modificado durante el gobierno de la Alianza Cambiemos por medio de los decretos 523/2017 y 854/2018 (entre otros), los cuales buscaron su fle-

¹⁰Comprende a “[...] mercaderías destinadas a recibir un perfeccionamiento industrial, con la obligación de exportarlas para consumo a otros países bajo las nuevas formas resultantes, dentro del plazo autorizado” (Decreto 1330/2004).

¹¹En un comunicado de los accionistas, estos declararon que las importaciones temporarias estuvieron prohibidas en el período 2009 al 2015. “Del 2005 hasta el 2009, año en que se prohibió la admisión temporaria de soja, la sociedad [Vicentin Paraguay] exportó hacia Argentina y otros destinos un promedio superior a 400.000 toneladas [...]”. (*Comunicado Accionistas Vicentin 2020*, p. 2).

Figura 7.6: Sector oleaginoso: importaciones en millones US\$ por empresa (2006-2019)

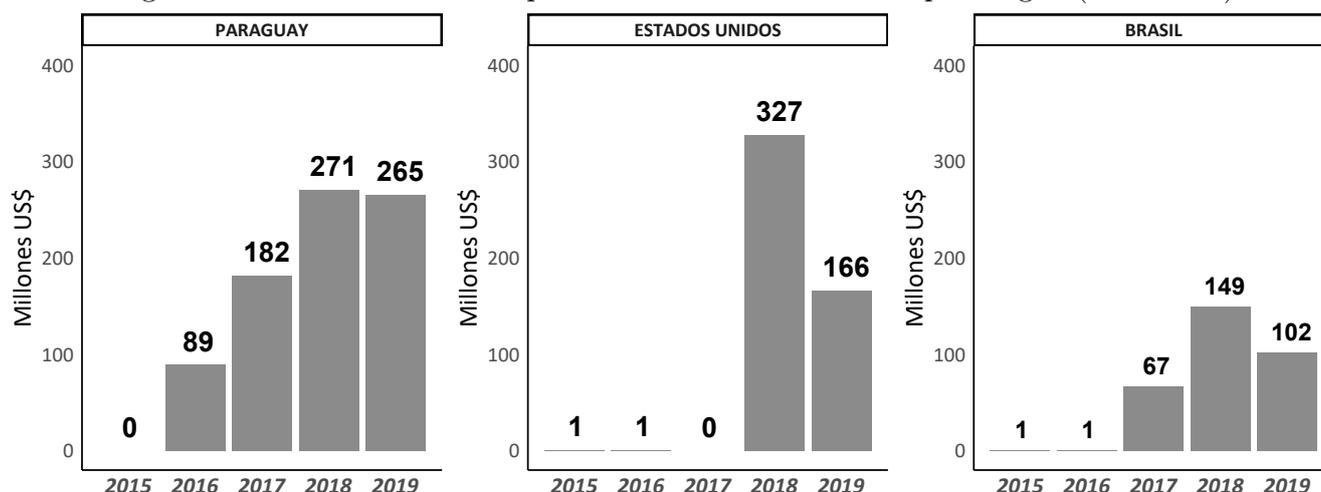


Fuente: elaboración propia, SofTrade.

xibilización¹². En este contexto, Vicentin SAIC aprovechó su ingreso al mismo. Como resultado, las importaciones sectoriales aumentaron significativamente. En el año 2016, Vicentin SAIC celebró el cambio de política comercial del gobierno entrante: “En efecto, a poco de establecido el nuevo gobierno, éste rehabilitó la figura de la ‘ADMISIÓN TEMPORARIA’, régimen que ya había tenido buenos resultados años atrás y que ahora, en 2016, pasó nuevamente a funcionar con éxito, permitiendo la compra de soja en grano vía importación desde el exterior, **libre de impuestos**” (*Balance contable Vicentin*, 2016, p.12, la negrita es nuestra). En este sentido, la firma declaró en sus memorias en el

¹²“Que, a los efectos de simplificar la operatoria actual del régimen de importación temporaria de mercaderías para perfeccionamiento industrial, resulta conveniente introducir modificaciones a la normativa existente, tendientes a dotar de celeridad, economía, sencillez y eficacia a los procesos administrativos correspondientes a dicho régimen” (Decreto 523/2017).

Figura 7.7: Vicentin SAIC: importaciones en millones US\$ por origen (2015-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

año 2018: “Tal como ocurriera en las campañas anteriores, en el período 2018, funcionó en forma eficaz el régimen de ‘Admisión Temporaria’, canalizándose importaciones por 1.272.826 tns.[...]” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 13).

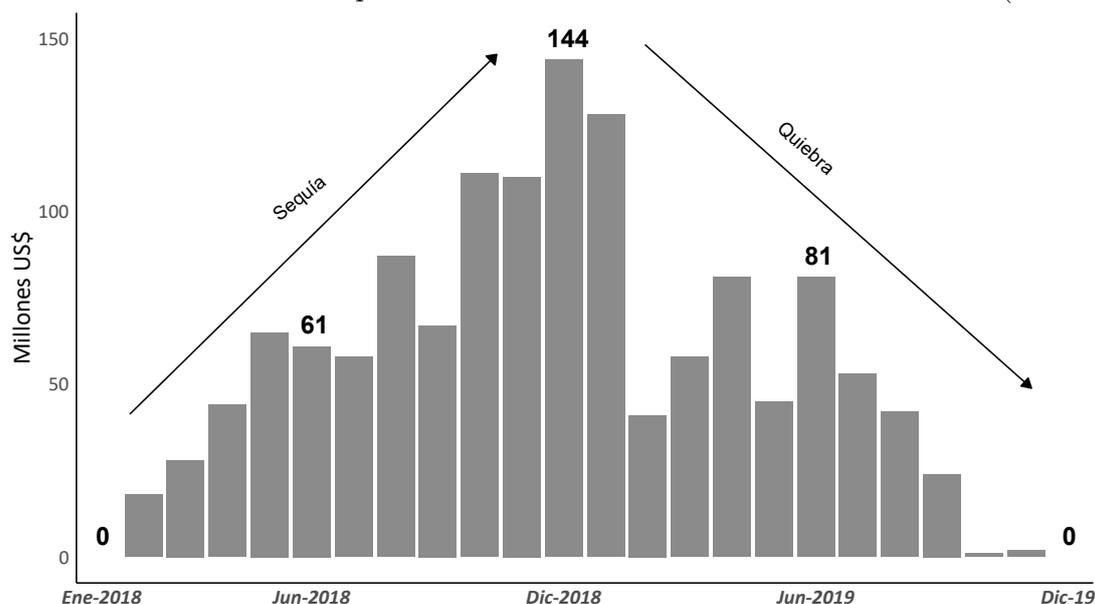
Particularmente la sequía del año 2018 resultó en un determinante de peso para explicar el incremento de las mismas. Sin embargo, las importaciones siguieron siendo elevadas en el año 2019 a pesar de finalizada la sequía.

Al interior del sector, Vicentin SAIC se constituyó en el mayor importador y sobrepasó a cualquier otra empresa (véase Figura 7.6). Además, logró incrementar sus importaciones temporarias desde el año 2016 (estas pasaron de US\$ 3 millones en 2015 a 99 millones en 2016), cuando otras firmas lo hicieron desde el 2018. Las importaciones de Vicentin SAIC ascendieron a US\$ 793 millones en 2018 y 556 millones en 2019.

Cabe considerar que esta práctica de incremento de importaciones podrían esconder prácticas especulativas de precios de transferencia y fuga de capitales. Esto mismo ocurrió en el año 2008 en un contexto de crisis internacional y de aumento de salidas de capitales (véase Figura 7.6).

Por otra parte, la procedencia de las importaciones comprende otro capítulo a mencionar, ya que las mismas fueron diversificadas en Paraguay, Estados Unidos y Brasil (véase Figura 7.7). El incremento de las importaciones del año 2016 estuvieron explicadas por Paraguay, origen en aumento con el correr de los años. El papel de Vicentin Paraguay S.A. resultó fundamental para determinar tal dinamismo. Además, se debe tener presente que Vicentin SAIC creó “Vicentin Brasil Comercio e Exportacao e Impotacao de cereais ME” en el año 2017 para desarrollar la tarea de proveedor desde Brasil hacia la Argen-

Figura 7.8: Vicentin SAIC: importaciones en millones US\$ en forma mensual (2018-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

tina^{13 14}. Aunque según la documentación auditada, Vicentin SAIC hasta el momento no tuvo relación comercial con dicha firma. En sus memorias, Vicentin SAIC declaró: “[...] [las importaciones provinieron] no sólo de los países vecinos, como resultan ser: Paraguay (587.678 tns.) y Brasil (361.487 tns.), sino que se agregó un interesante volumen, que se importara de los EE.UU. (323.661 tns.), proveedor fundamental de China, que, por razones del conflicto comercial entre ambas superpotencias de marzo de 2018, hubo de disminuir sensiblemente el acopio del poroto de soja” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p.13).

Al observar las importaciones en forma mensual durante los últimos años, se pudo notar un patrón particular (véase Figura 7.8). En un contexto de liberalización comercial y sequía en la campaña 2017/2018, estas crecieron con fuerza. En relación con este contexto, Vicentin SAIC mencionó en el 2018 que: “Como todos recordamos, la sensible pérdida de la cosecha 2017/2018, por la sequía primero y las lluvias excesivas después, se tradujo en una disminución importante de la cosecha de soja en el país, aspecto que hubo de atemperarse con dichas importaciones, que redujeron un poco la disminución de la capacidad ociosa de la agro industria de oleaginosas, la que, de todos modos, fue levemente inferior a los niveles alcanzados en otras campañas anteriores” (*Balance contable Vicentin*, 2018, p. 13). Particularmente las importaciones fueron elevadas en los meses de diciembre y enero de

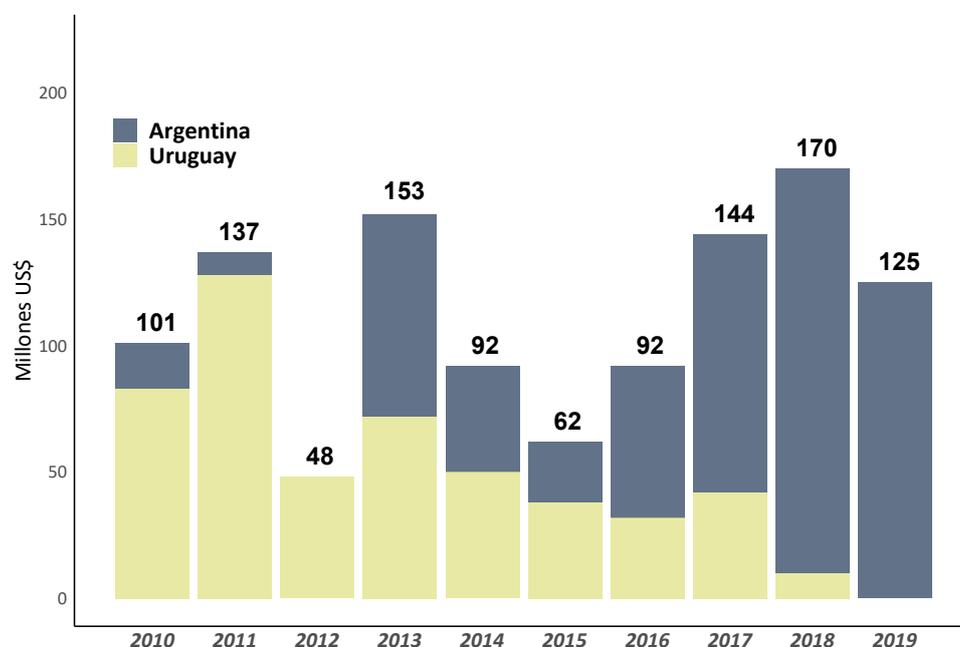
¹³“Vicentin Brasil actuará como rama de Vicentin en Brasil para la generación de soja y otros cereales, que serán transportados en barcazas por el río Paraná hasta las plantas de Vicentin en San Lorenzo y Timbúes, complementando de este modo la generación de materias primas que actualmente se realiza en Argentina y Paraguay” (*CFI-Vicentin SAIC: contrato de préstamo 2017*, p. 87).

¹⁴Según entrevistas informales (*off the record*), las empresas que triangulan las importaciones desde Brasil hacia la Argentina se encuentran registradas en Panamá.

2018 y 2019, respectivamente ¹⁵. Estas importaciones resultaron menores en el año 2019 aunque se mantuvieron elevadas. Sin embargo, las mismas se derrumbaron en los meses de octubre, noviembre y diciembre de 2019. En vinculación con lo antes mencionado, este comportamiento de caída abrupta de las importaciones podría esconder ciertos aspectos de la quiebra financiera de la firma.

Desde ya, ningún proveedor del exterior (a excepción de Vicentin Paraguay S.A.) entró en el Concurso preventivo de acreedores (véase el Expediente del Concurso) debido a que estas transacciones se realizaron en efectivo. En relación a este punto, estos desembolsos podrían haber presionado las finanzas de Vicentin SAIC e impedir ciertos pagos a proveedores locales. Sin embargo, los balances a julio de 2019 muestran crecientes resultados operativos¹⁶ en comparación a ejercicios anteriores.

Figura 7.9: Vicentin Paraguay S.A.: exportaciones en millones US\$ por comprador (2010-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Por último, este cambio de política comercial modificó el comportamiento de Vicentin Paraguay S.A. Con anterioridad la firma facturaba a las cáscaras radicadas en Uruguay¹⁷ (véase Figura 7.9). Sin embargo, estas últimas fueron perdiendo peso con el correr de los

¹⁵“Por otra parte, este régimen que nos permite acceder a producciones más al norte, tiene una ventaja adicional ya que las mayores producciones del poroto de soja en Argentina tienen lugar en el trimestre marzo a mayo de cada año, mientras que en el Paraguay y Brasil ya están disponibles en los tres primeros meses del año por su mayor cercanía con esa línea geográfica territorial” (*Balance contable Vicentin*, 2016, p.12).

¹⁶En los 9 meses contabilizados a Julio de 2019 respecto a los correspondientes a 2018, las ganancias aumentaron de los US\$ 51 millones a los 68 millones.

¹⁷Desde ya, el destino final será distinto al declarado en la facturación. Es decir, los intermediarios sin sustancia económica se encontrarían en Uruguay mientras que la mercadería será exportada a otros países.

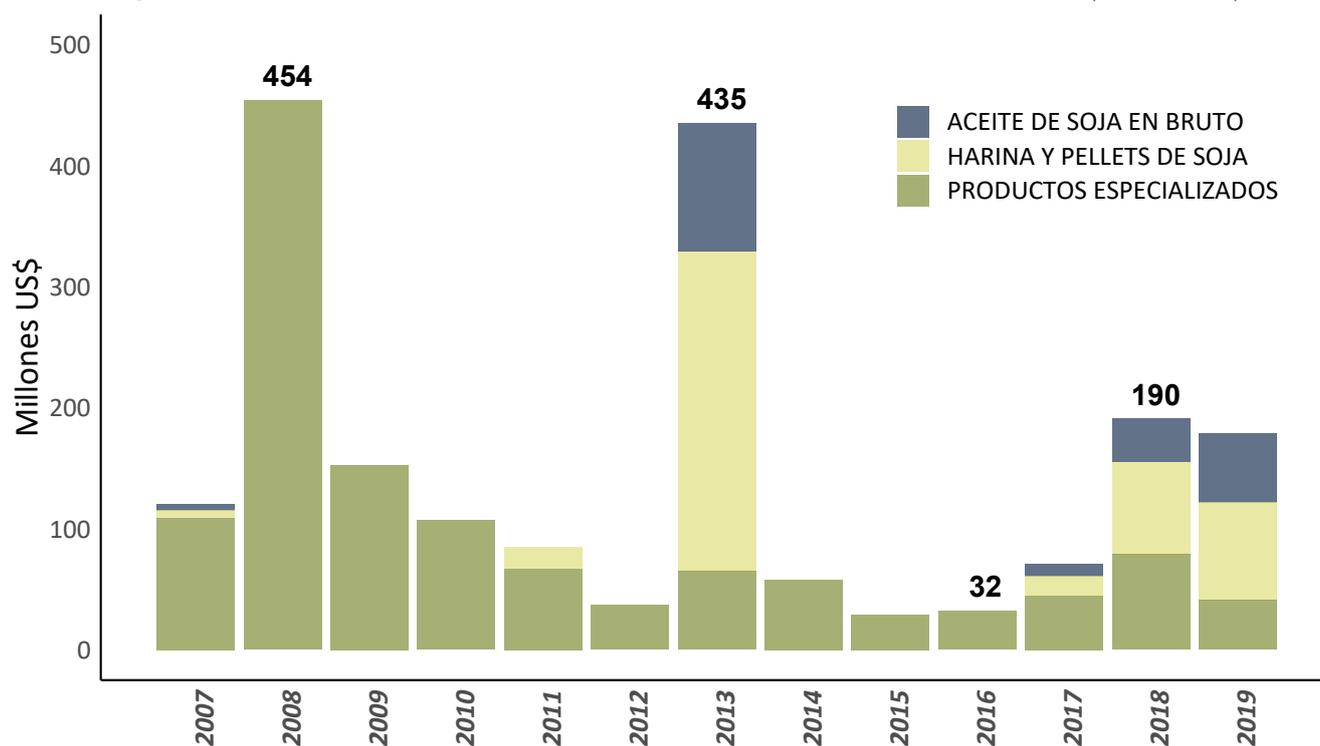
años. En cambio, el comercio exterior desde Paraguay hacia la Argentina ganó gravitación. En este sentido, tuvieron un mayor peso las mencionadas prácticas de importaciones temporarias en relación a la comercialización de porotos de soja sin procesar.

En relación con el punto anterior, cabe destacar que las exportaciones de Vicentin Paraguay resultaron ser menores a las importaciones de Vicentin SAIC desde el Paraguay. Esto deja intuir, que esta última realizó compras a otras compañías provenientes de dicho origen.

7.2.3 Exportaciones de productos de Vicentin SAIC a través de empresas relacionadas

Una práctica habitual del grupo consistió en la exportación de bienes adquiridos a Vicentin SAIC a través de empresas relacionadas (véase Figuras 7.10, 7.11 y 7.12). Es decir, en vez de ser Vicentin SAIC quien realizó las ventas al exterior, en ciertos casos, se vieron involucradas otras firmas del grupo Vicentin. En este sentido, tanto Algodonera Avellaneda S.A., Friar S.A. como Renova S.A. exportaron productos de Vicentin SAIC.

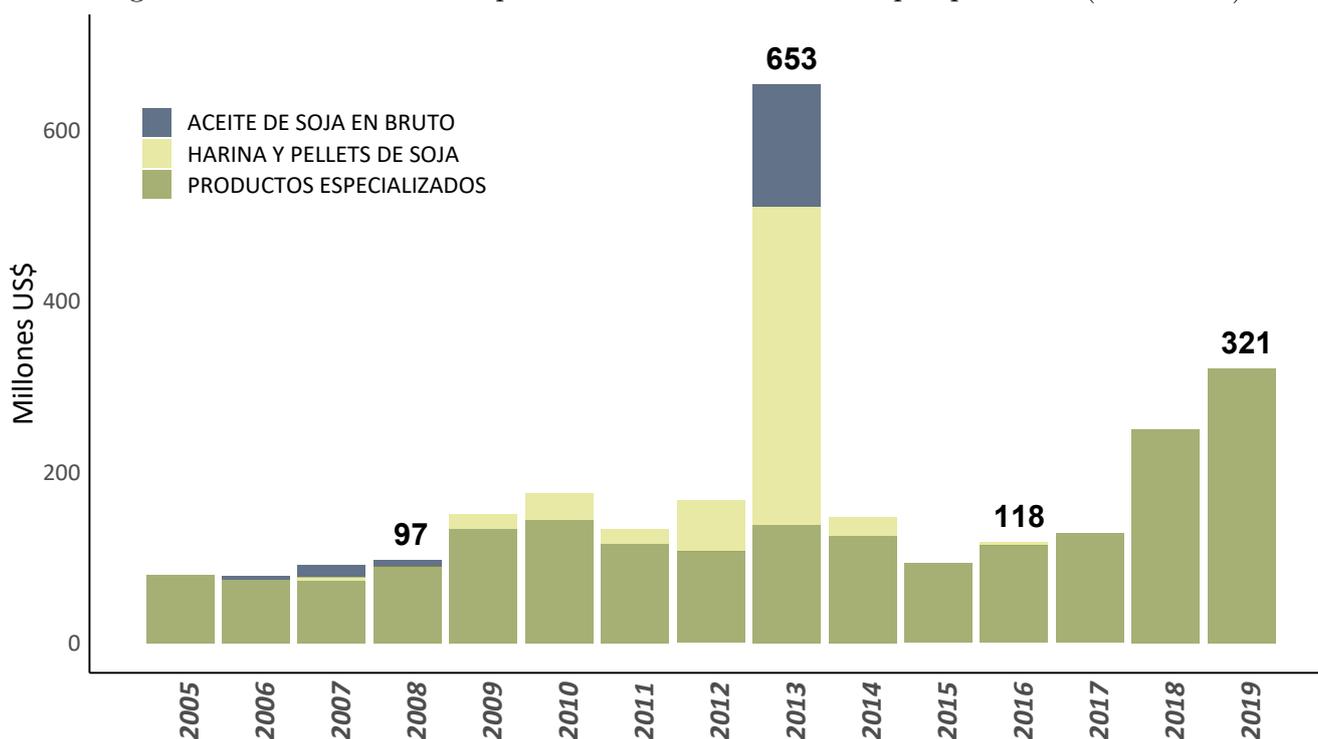
Figura 7.10: Renova S.A.: exportaciones en millones US\$ por producto (2007-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Bajo este punto debemos destacar que se ha descartado la posibilidad de clasificar a estas operaciones como exportaciones por cuenta y orden de terceros (AFIP RG 616/99). En primer lugar, debido a que dicho régimen tiene como finalidad el estímulo de las exportaciones de pequeñas empresas, y en segundo lugar, dado que estas empresas relacionadas

Figura 7.11: FRIAR S.A.: exportaciones en millones US\$ por producto (2005-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

adquirieron¹⁸ de Vicentin SAIC los bienes exportados.

En relación a lo antes mencionado, la propia economía de dicha práctica se pondría en duda dado que dicha producción de Vicentin SAIC, comercializada por empresas relacionadas, fueron luego compradas por la mismísima Vicentin SAIC Sucursal Uruguay. Es decir, estamos hablando de un “pasamanos” ya que en última instancia los bienes fueron adquiridos por la misma empresa que los vendió.

Dentro de las posiciones exportadas sobresalieron las ventas al exterior de harina y aceite de soja. Existieron otros bienes producidos por Vicentin SAIC y exportados por empresas relacionadas, pero que poseen una importancia residual¹⁹. Por otro lado, el año 2013 resultó ser decisivo en las exportaciones de estas firmas. Tanto Friar, Algodonera Avellaneda como Renova vieron aumentar significativamente sus exportaciones en dicho año. Resulta relevante señalar que las exportaciones de Vicentin SAIC fueron reducidas en tal año dado que sus bienes fueron exportados por dichas empresas relacionadas.

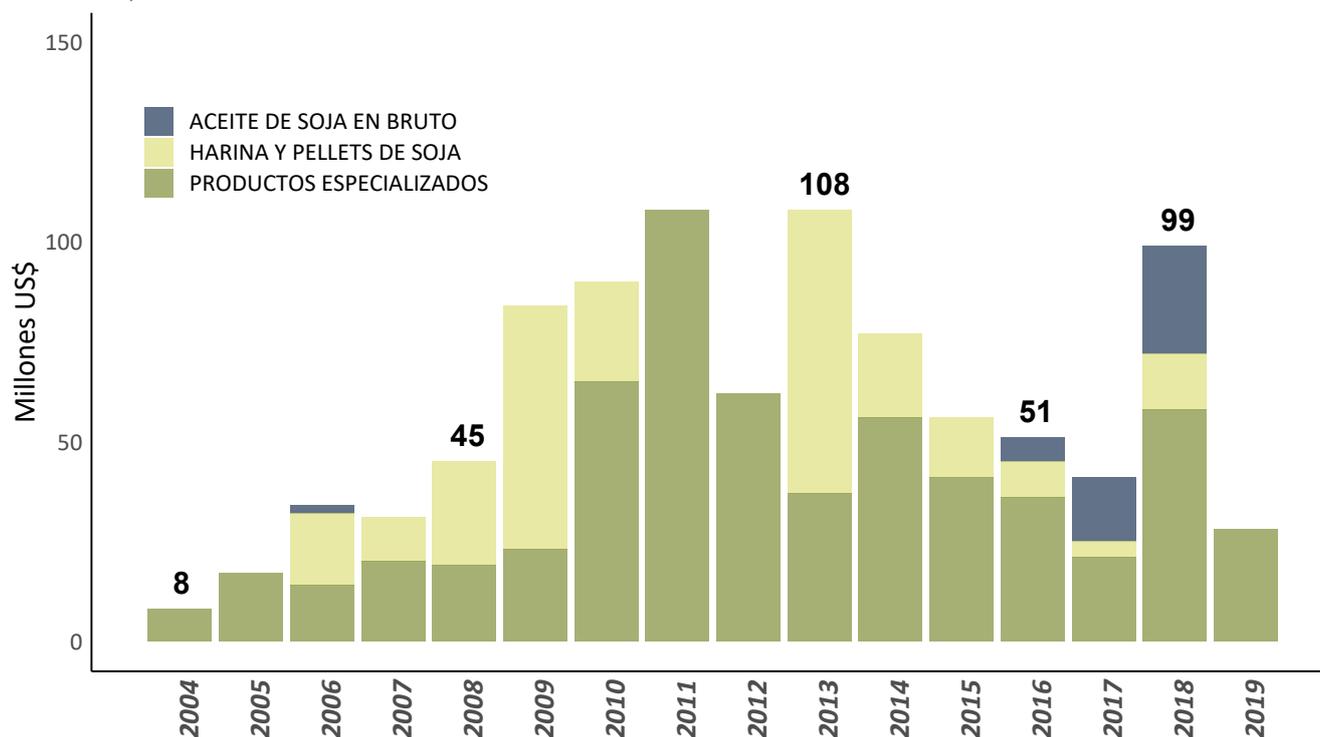
Otro punto a señalar comprende los montos de las transacciones intra-firma declaradas contablemente por las empresas del grupo. Estos en ciertos casos no coinciden entre sí. Por ejemplo, este fenómeno ocurrió con Renova S.A. quien declaró haber adquirido bienes de Vicentin S.A. por \$ 548 millones en el año 2013²⁰, mientras esta última contabilizó

¹⁸Es por esto que no existió un contrato de comodato de la mercadería exportada.

¹⁹Entre estos se encuentran el aceite de girasol, y aceites refinados y envasados.

²⁰También lo hizo de Oleaginosa Moreno Hnos y de Molinos Río de la Plata.

Figura 7.12: Algodonera Avellaneda: exportaciones en millones US\$ por producto (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

ventas a la primera por 612 millones en el mismo período. También existieron diferencias significativas respecto a los montos de los bienes comprados por Vicentin SAIC Sucursal Uruguay, los cuales resultaron ser disímiles a los vendidos en una primera instancia por Vicentin SAIC. Es así, por ejemplo, Vicentin SAIC Sucursal Uruguay compró bienes a Algodonera Avellaneda por \$ 1.478 millones en 2018 cuando en el mismo año Vicentin SAIC había vendido a esta última bienes por \$ 902 millones. También ocurrieron diferencias en caso contrario. Nuevamente Renova S.A. en el año 2018 declaró adquirir bienes de Vicentin SAIC por \$ 1.456 millones, mientras que Vicentin SAIC Sucursal Uruguay compró bienes a la primera por \$ 3.657 millones. Seguramente en este caso en particular, la diferencia de estos montos se encuentren explicados por compras por parte de Vicentin SAIC de biodiesel provenientes de Renova para su exportación a través de su Sucursal en Uruguay. Sin embargo, esta lógica se repitió con otras empresas, y en el año 2013 Vicentin SAIC contabilizó ventas a Friar S.A. por \$ 1.553 millones, y a su vez, compras a esta última en el mismo período a través de Vicentin SAIC Sucursal Uruguay por \$ 2.666 millones.

Por último, cabe destacar que la oportunidad de estas prácticas escapan al propio entendimiento, y dificultan la trazabilidad de las fuentes y destino del financiamiento. Los autores trasladaron estas inquietudes a expertos en comercio exterior a través de entrevistas informales, sin embargo, estos aseguran desconocer la lógica que las sustentan.

Otra explicación plausible comprende a la creación del *holding* uruguayo en los años 2013 y 2014. Estas transacciones concentradas en el año 2013 podrían haber posibilitado el traslado de capitales por medio de precios de transferencia hacia otros destinos para otorgar liquidez al *holding* naciente.

7.2.4 Modificaciones en el pago de impuestos por parte de Vicentin SAIC

Hasta aquí deberíamos incluir un aspecto impositivo al análisis expuesto. Para ello se elaboró un indicador que nos habla de la participación de los derechos de exportación en relación a las ventas al exterior. Como reflejo, notamos que este ratio disminuyó considerablemente en dos oportunidades.

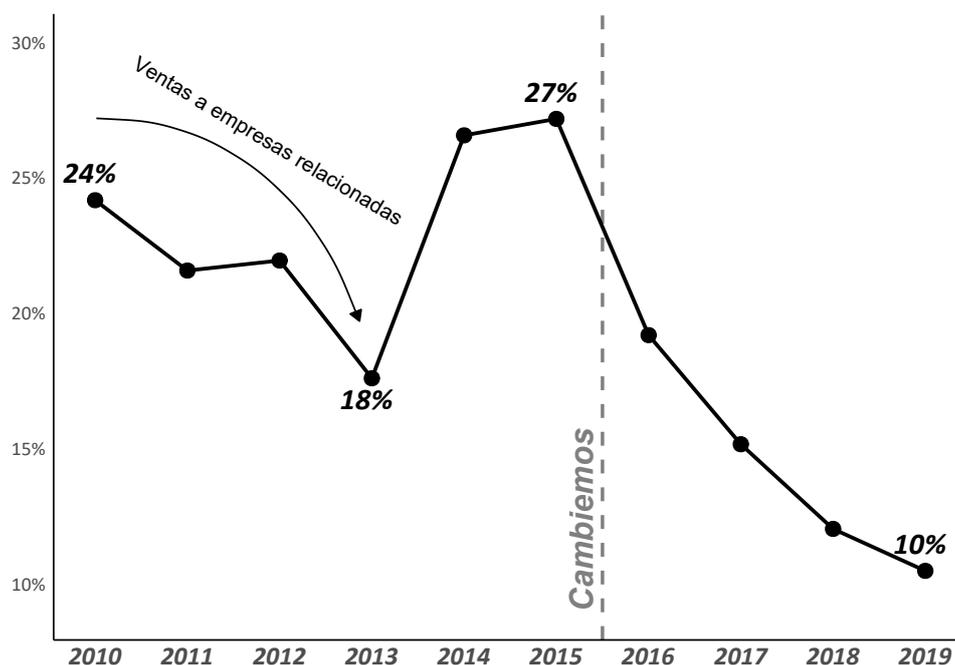
En primer lugar, en el año 2013 dicha participación de los tributos se vio afectada posiblemente por las ventas intra-firma antes comentadas y que tuvieron a tal práctica en dicho año como su mayor expresión (véase Figura 7.13). En tanto, el ratio aumentó una vez que las compra-ventas intra-grupo no fueron continuadas.

Como resultado de estas prácticas, el año 2013 resultó ser el de mayores ventas internas para Vicentin SAIC, aunque como sabemos, estos bienes fueron adquiridos por empresas relacionadas para luego ser exportados. Desde ya, las empresas relacionadas habrán pagado dicho gravamen. Sin embargo, cabe destacar que el ratio se construyó en relación a las exportaciones de Vicentin SAIC. Por lo tanto, se intuye que su composición de los bienes exportados podría haberse modificado, y como resultado, las posiciones exportadas tuvieron una menor tasa de gravamen.

En segundo lugar, se produjo una nueva caída de dicho ratio fruto de los cambios regulatorios mencionados e implementados por el gobierno de Cambiemos. Como resultado de este nuevo comportamiento en lo que se refiere al comercio exterior, y debido al incremento de las importaciones, la participación de los tributos en las exportaciones se redujo considerablemente entre los años 2016-2019 (véase Figura 7.13). Esto ocurrió gracias a que las propias importaciones fueron deducidas de la base imponible en lo que respecta a los derechos de exportación²¹. En consecuencia, la compañía comenzó a pagar una alícuota impositiva mucho menor en comparación a otrora.

²¹Cabe destacar que la evolución de los gastos en impuestos, tasas y contribuciones muestran que Vicentin SAIC no aumentó en demasía los desembolsos en aranceles. Los impuestos dentro de los costos de producción pasaron de \$ 53 millones en 2017 a 85 millones en 2018 (ajustado por inflación) a pesar que las importaciones se triplicaron entre dichos años.

Figura 7.13: Vicentin SAIC: derechos de exportaciones sobre ventas externas, en % (2010-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Nota: el año 2019 corresponde al período de 9 meses.

7.3 Cálculos de precios de transferencia en el comercio intra-firma

En esta subsección analizaremos los precios de transferencia en el comercio intra-firma de las compañías integrantes del grupo Vicentin. Entre estas se incluyeron a aquellas firmas que poseen saldos exportables relevantes, estamos hablando de: Vicentin SAIC, Renova S.A., Friar S.A., Algodonera Avellaneda S.A. y Vicentin Paraguay S.A. Dicho cálculo abarcó unas 175.435 transacciones de comercio exterior en unos 28 productos diferentes durante el período 2004-2019.

Para el cálculo de los precios de transferencia se aplicó tanto el sexto método como el método *filter price*. En lo que respecta a la primera metodología mencionada, los precios unitarios de los bienes exportados fueron comparados con los precios FOB oficiales del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)²². En este caso se tomaron los desvíos que significaron una subfacturación de la exportación de los productos analizados²³. En cambio, se aplicó alternativamente el segundo método para aquellos bienes que

²²Los precios de exportación oficiales del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca son tomados para el cálculo de precios de transferencia por parte del AFIP.

²³Se aplicó el sexto método a los siguientes bienes: porotos de soja, harina de soja, aceite de soja, aceite de girasol, aceite de algodón, harina y tortas de girasol, tortas de soja, tortas de algodón, trigo, maíz y algodón (diversos tipos).

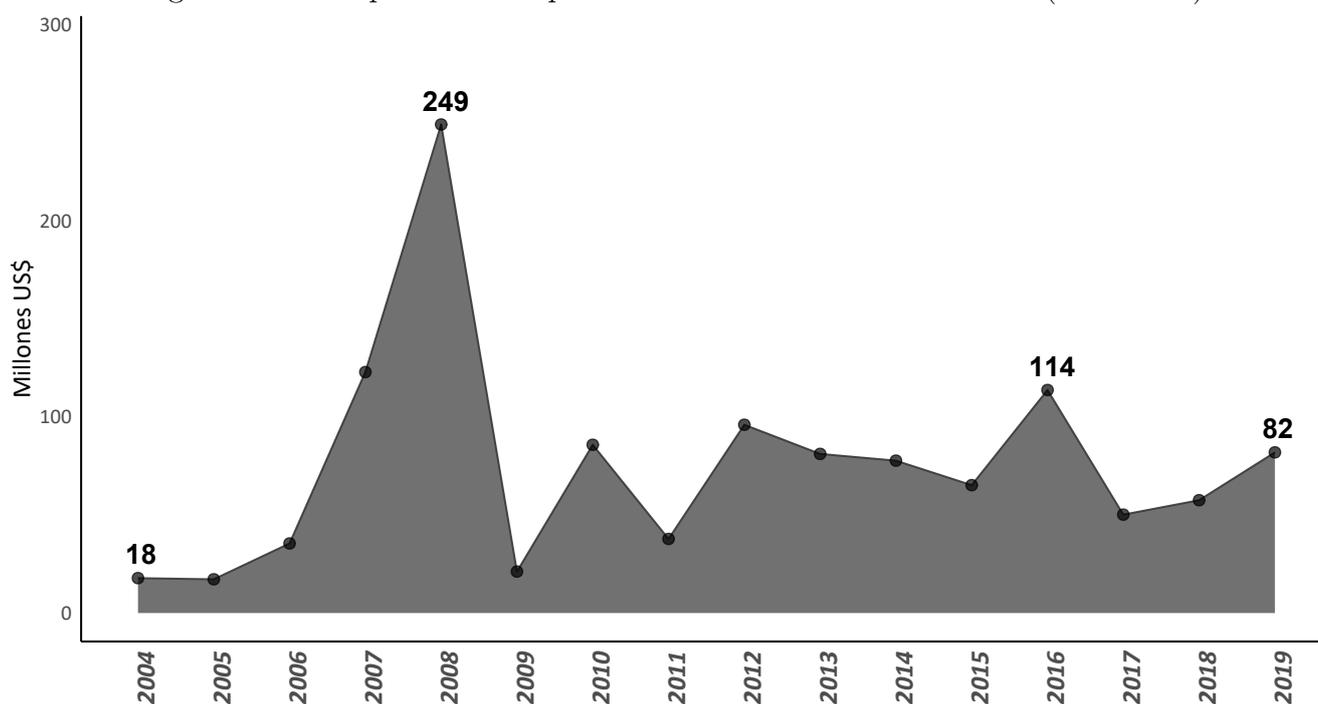
no detenten un mercado transparente y de cotizaciones diarias²⁴. Para estos casos se estudiaron todas las exportaciones argentinas del producto en cuestión y se consideró como subfacturación a aquellas transacciones realizadas dentro del primer cuartil en lo que respecta a la dispersión diaria de los precios pactadas entre las partes.

Por otro lado, se consideró a Vicentin Paraguay S.A. como un caso especial dado que esta firma comerció tanto con Argentina como con diversos *traders*. Por esta razón se calculó la sobrefacturación en el comercio exterior realizado con Argentina y la subfacturación para el resto de los destinos²⁵.

7.3.1 Evolución de los precios de transferencia del Grupo

Los precios de transferencia mostraron diversos ascensos en ciertos años (véase Figura 7.14). El más importante de ellos ocurrió en el año 2008. Particularmente en este último, los precios de las materias primas crecieron con fuerza. Sumado a esto, el contexto de crisis internacional propició la fuga de capitales a través de mecanismos tales como los precios de transferencia (véase [Burgos & Grondona 2015](#)).

Figura 7.14: Grupo Vicentin: precios de transferencia en millones (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Por otro lado, se observó un relativo aumento de los precios de transferencia en los años 2012-2013, vinculado a prácticas de las empresas del grupo, como así también, debido

²⁴Los bienes a los que se aplicó el método filter price comprendieron a: carnes congeladas (diversos tipos), glicerol y el biodiesel.

²⁵En estos casos sabemos que la sucursal en Uruguay funciona como intermediario de las exportaciones de Vicentin Paraguay S.A.

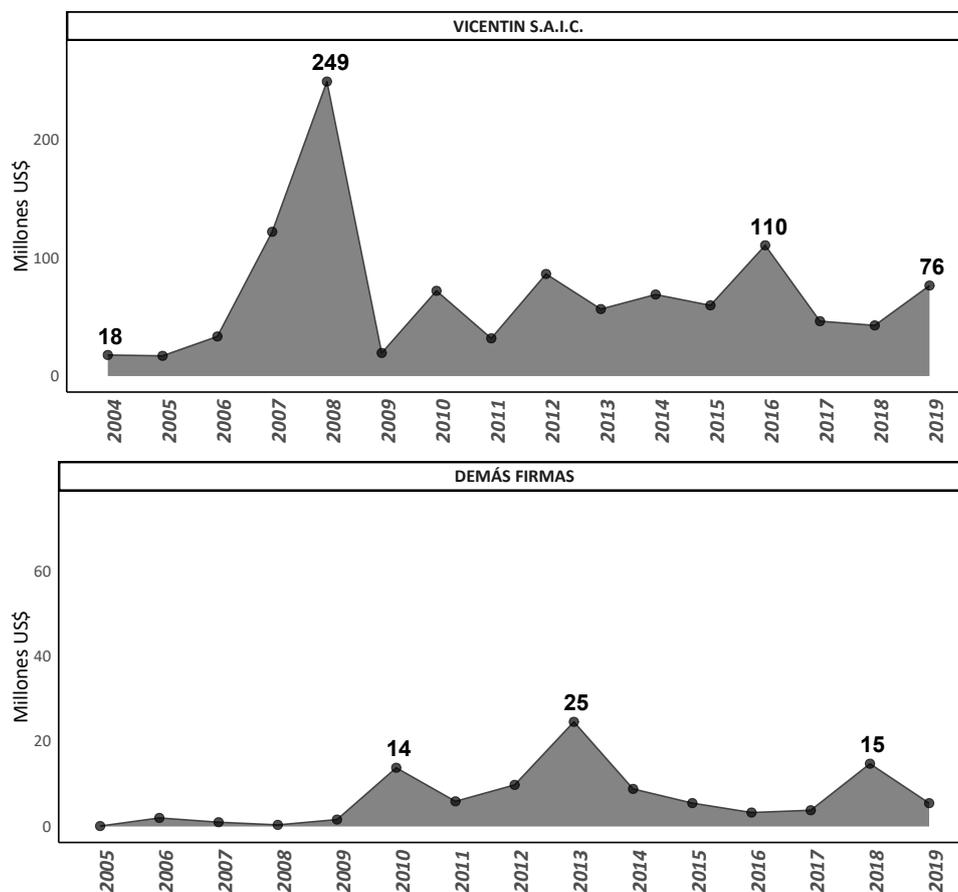
a incrementos de precios de ciertos bienes exportables. Además, en dicho contexto, los precios de transferencia pudieron evitar los controles de cambios establecidos.

Por último, se contempló un nuevo ascenso en los precios de transferencia en el año 2016. Sin embargo, estos cayeron en el 2017 para luego incrementarse durante los años siguientes hasta llegar a los US\$ 82 millones en el año 2019. Estos últimos aumentos se encuentran explicados por exportaciones no tradicionales de Vicentin SAIC (maíz en grano y trigo), así como también por sobrefacturación en la importación de los porotos de soja.

7.3.2 Evolución por empresa de la fuga de capitales a través de precios de transferencia

Desde el punto de vista de las empresas, Vicentin SAIC posee una gravitación significativa tanto en el comercio exterior como en la fuga de capitales en lo que respecta a los precios de transferencia (véase Figura 7.15). Los picos anteriormente explicados fueron llevados a cabo por dicha compañía.

Figura 7.15: Grupo Vicentin: precios de transferencia en millones US\$ por empresa (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Sin embargo, las demás firmas del grupo dinamizaron el volumen de precios de transferencia en ciertos períodos específicos. El primero de estos se produjo en el año 2010 y fue explicado tanto por Algodonera Avellaneda como por Vicentin Paraguay. Respecto al primero, cabe destacar que los precios del algodón crecieron fuertemente en dicho año. En tanto, el segundo tuvo como origen la subfacturación de las exportaciones de porotos de soja facturadas por la intermediaria en Uruguay.

En segundo lugar, pudo visualizarse un nuevo ascenso en el año 2013, momento en el cual las restantes firmas del grupo exportaron bienes adquiridos a Vicentin SAIC. Estas exportaciones se realizaron con subfacturaciones. Por lo tanto, pudieron realizar fuga de capitales por medio de la mencionada práctica. En total, en el año 2013 se logró fugar US\$ 25 millones a través de las restantes empresas del grupo. El tercer incremento de fuga de las firmas del grupo se desarrolló en el año 2018. Gran parte del mismo fue explicado por medio de Vicentin Paraguay a través de la correspondiente sobrefacturación en las importaciones desde dicho origen. Esta firma acumuló US\$ 10 millones en sobreprecio en dicho año.

En relación con lo anterior, cabe considerar que se realizaron cálculos de sobrefacturación en lo que respecta a las importaciones de Vicentin SAIC, las cuales no fueron contabilizadas en este apartado dado que escaparon del comercio intra-firma. Sin embargo, se encontraron indicios que reflejan una sobrefacturación debido a la cantidad de transacciones realizadas en tales condiciones²⁶. Por este motivo, el total de importaciones realizadas por Vicentin SAIC acumuló una sobrefacturación por US\$ 56 millones en 2018 y 11,6 millones en 2019. En tanto, las importaciones provenientes de Paraguay sumaron unos US\$ 23 millones y 7,6 millones en 2018 y 2019, respectivamente.

7.3.3 Precios de transferencia por destino de la mercadería exportada

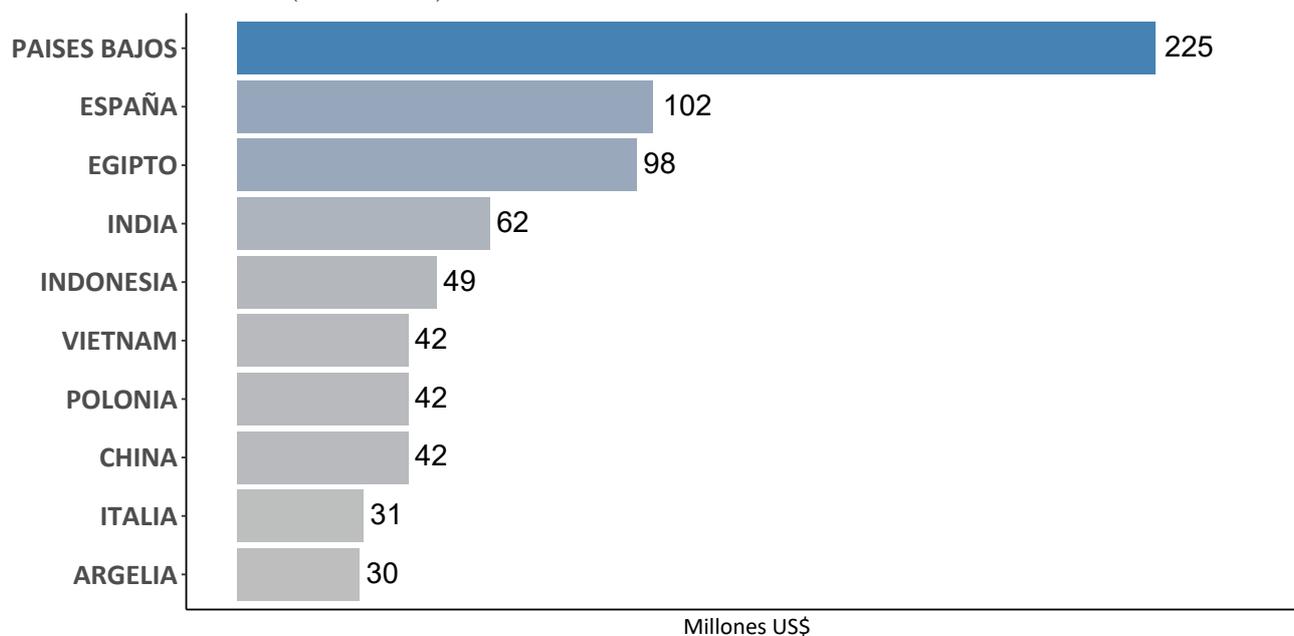
Los bienes exportados por el grupo tuvieron como destino a Países Bajos, India, España, Egipto, Indonesia, Polonia, Reino Unido, entre otros. Estos representaron gran parte del origen de los precios de transferencia (véase Figura 7.16). Particularmente Países Bajos funciona como una guarida fiscal en la cual se localizan las denominadas *Special Purpose Entities*. Estas funcionan como intermediarias de los préstamos intra-firma y el comercio exterior. En este caso, se desconoce si la mercadería tuvo tal destino o si el mismo comprende a la radicación de la intermediaria en lo que respecta a la facturación de la exportación. Desde ya, muchos de los grandes *traders* con los cuales Vicentin SAIC comercia, poseen cáscaras en Países Bajos. Un ejemplo de esto corresponde a su principal socio comercial, Glencore Grain B.V., filial radicada en dicho país.

²⁶Por ejemplo, las importaciones con sobrefacturación representaron el 70% del monto total importado del año 2018.

El segundo destino en importancia en lo que respecta a los precios de transferencia comprende a España. En este punto debiera realizarse un especial comentario ya que dicho destino no figura como el segundo en importancia en las bases de datos en lo que respecta a la exportación. En caso contrario, la India ocupa dicho espacio en el ranking de destinos de exportación, mientras España lo hace en tercera posición. Sin embargo, la India se encuentra cuarta en relación a los precios de transferencia, por ende, España ganó posición en el ranking de la especulación comercial.

En el mismo sentido que en el punto anterior, España es utilizada por empresas internacionalizadas para desplazar sus ganancias hacia destinos *offshore*. Además, Vicentin SAIC detenta una filial en dicho país que funciona como intermediario de las mercaderías exportadas. Por estos motivos, los espacio extraterritoriales ocuparon un rol destacado en los precios de transferencia del grupo Vicentin.

Figura 7.16: Grupo Vicentin: precios de transferencia en millones US\$ por destino, en forma acumulada (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

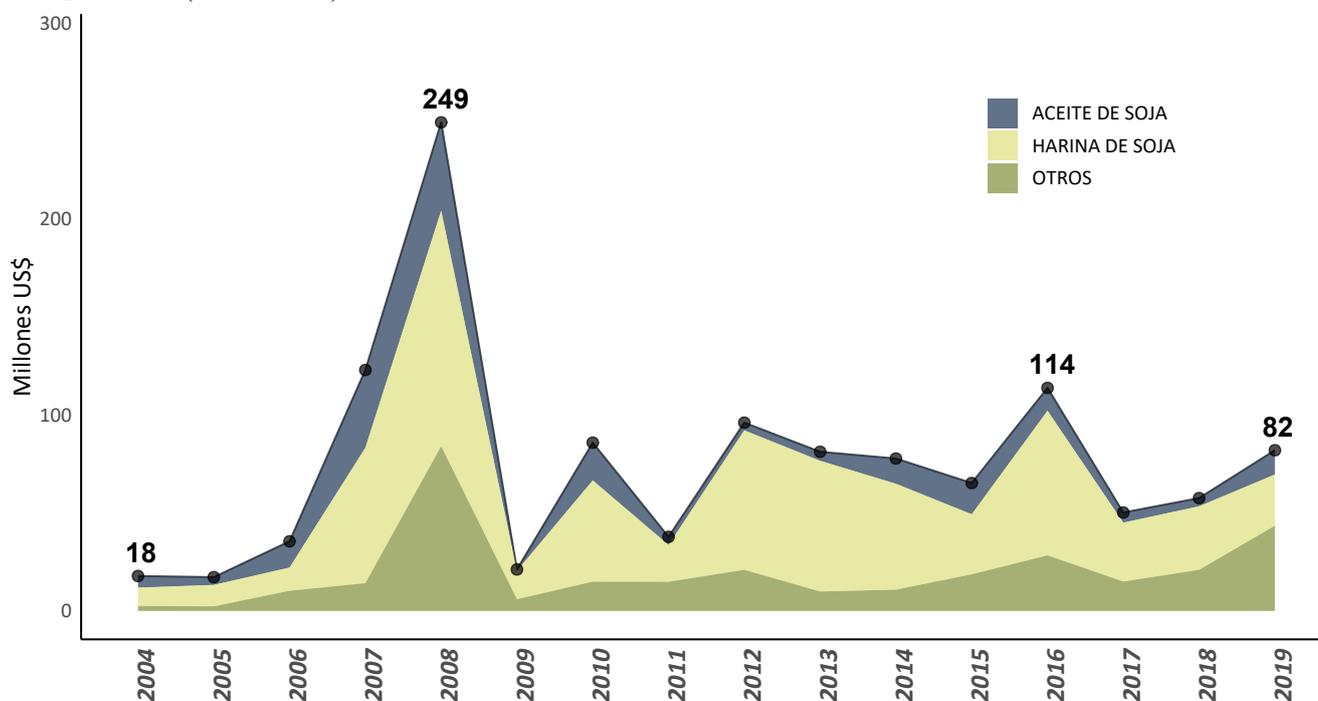
7.3.4 Precios de transferencia por productos transados

Respecto a los bienes transados, la harina y el aceite de soja tuvieron una significativa gravitación en los volúmenes de precios de transferencia del grupo Vicentin (véase Figura 7.17). En este sentido, muchos de los picos antes descritos fueron traccionados por estos bienes.

Particularmente, en el año 2008, el monto de precios de transferencia fue explicado tanto por estos bienes tradicionales como por el aceite de girasol. Por otra parte, en los años 2016 y 2019 ganaron participación bienes no tradicionales dentro de la exportación

de Vicentin SAIC. Entre estos últimos se encuentran productos con poca o nula industrialización tales como maíz en grano, trigo, y tortas y harina de girasol, los cuales explicaron dichas diferencias por subfacturación.

Figura 7.17: Grupo Vicentin: precios de transferencia en millones US\$ por producto exportado (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

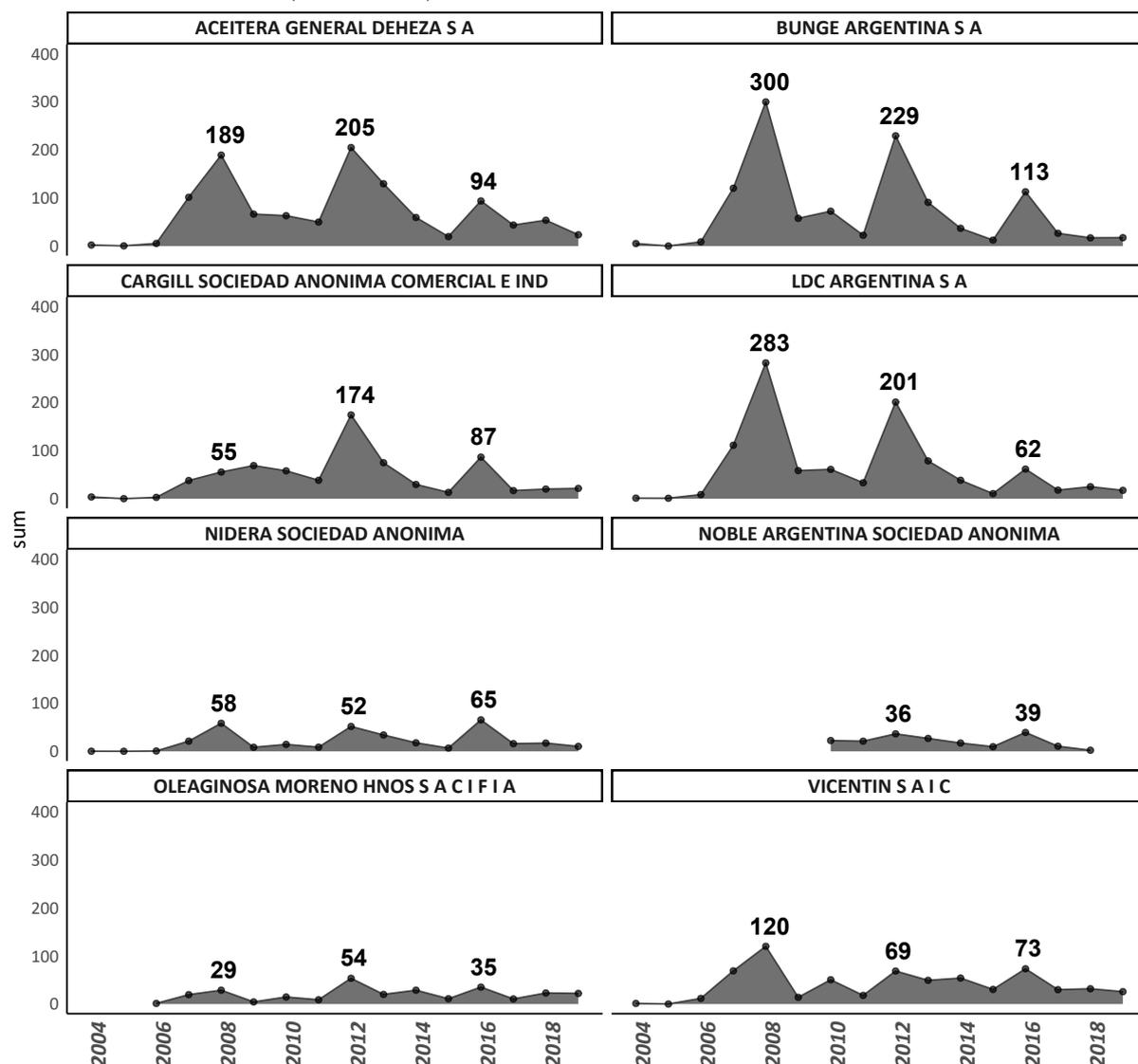
7.3.4.1 Precios de transferencia en forma comparativa con empresas del sector: el caso de la harina de soja

Por último, no se quisiera terminar el capítulo sin comparar a Vicentin SAIC con el comportamiento de otras empresas del sector. Para ello se estudiaron las exportaciones de harina de soja. Como resultado, visualizamos tres ascensos en el cálculo de precios de transferencia dentro de la rama de producción de dicho bien (véase Figura 7.18). El primero de estos ascensos corresponde al año 2008, mientras el segundo y tercero, se produjo durante los años 2012 y 2016, respectivamente.

En primer lugar, cabe decir que dichos ascensos en los precios de transferencia corresponden a incrementos bruscos en la cotización del *commodity*. En estos casos los precios pactados entre las partes respondieron lentamente al mencionado incremento de la cotización. Por esta razón, el monto acumulado de precios de transferencia aceleró su dinámica.

Particularmente, los ascensos de precios internacionales antes mencionados de la harina de soja tuvieron una duración cada vez menor (véase Figura 7.19). Es decir, el tiempo en alcanzar la cima en la cotización fue cada vez más rápida. Por ende, el ascenso de los

Figura 7.18: Harina de soja en Argentina: precios de transferencia en millones US\$ por empresa exportadora (2004-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

precios en el año 2008 tuvo una duración mayor al del año 2012, y este último año fue mayor en comparación al de 2016. Es por ello que los picos en los precios de transferencia detentan un nivel decreciente al pasar los años.

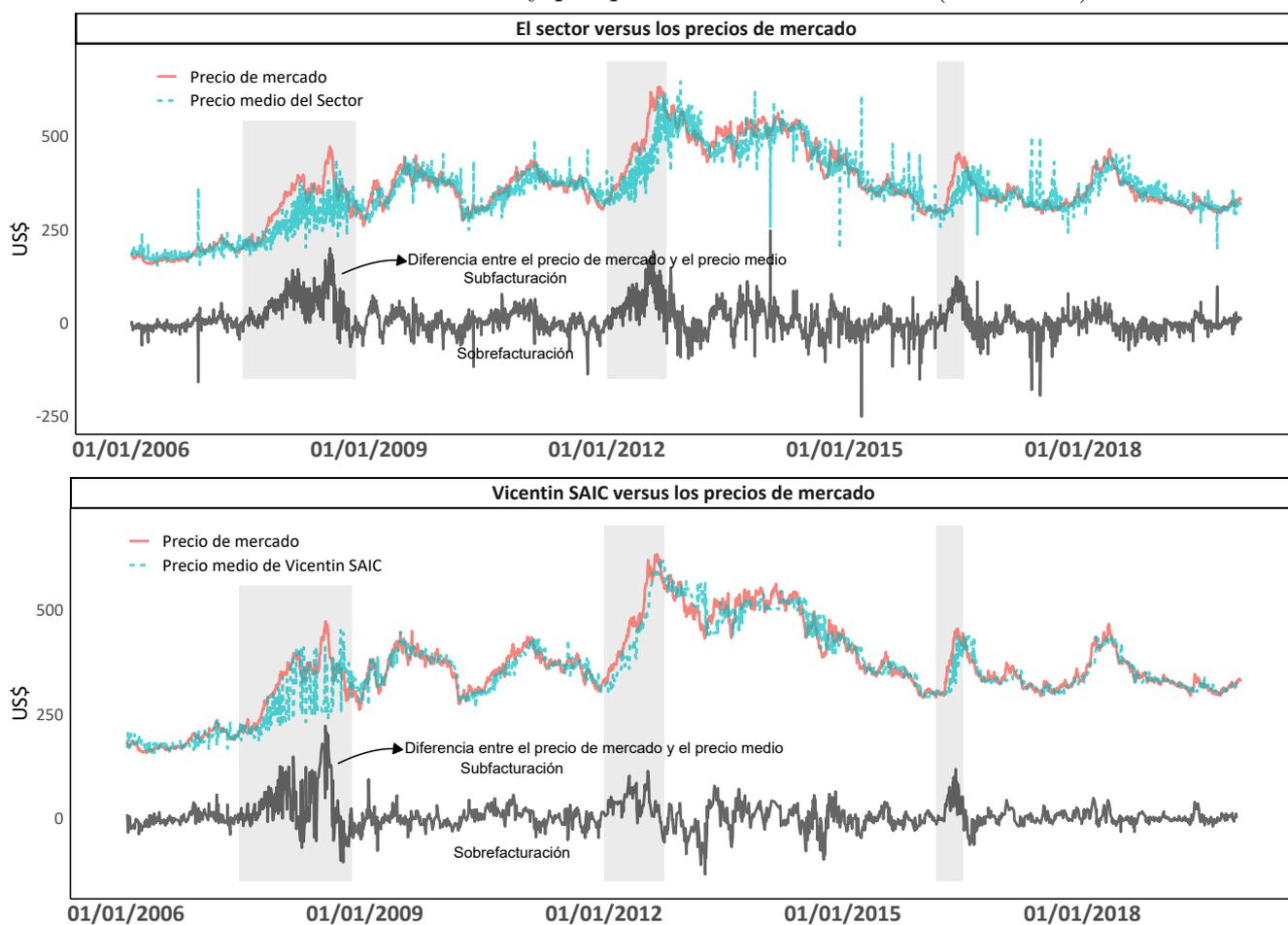
En relación con lo anterior, resulta llamativa la respuesta de las empresas del sector al ascenso de los precios de los *commodities* en los años 2007-2008 ya que estas mantuvieron transacciones con partes relacionadas a precios sumamente inferiores a los primeros. Lo mismo podría decirse en los demás períodos pero con una importancia menor.

Por otro lado, si bien los precios medios transados por el sector siguieron de cerca a los precios de mercado, los primeros tuvieron una variación y una dispersión muy grande. En reiteradas oportunidades, los precios medios pactados entre partes relacionadas se desacoplan de los precios de mercado.

En el caso de Vicentin SAIC, las mayores disparidades tras los ascensos de precios internacionales reflejaron distintas intensidades, siendo el del 2008 la mayor de ellas. Además, el año 2016 resultó más intenso respecto a precios de transferencia en comparación al 2012, a pesar que la dispersión de precios perduró menos tiempo. Sin embargo, el comportamiento de Vicentin SAIC se condice con el llevado a cabo por el resto de las grandes empresas del sector.

Un fenómeno vinculado al comportamiento del sector en general y al de Vicentin SAIC en particular, comprende al tiempo de respuesta luego de alcanzada la cima de los precios internacionales. En este sentido, tras el aumento de los precios internacionales, los precios transados entre empresas relacionadas se mantuvieron por debajo de los primeros. Sin embargo, en las fases de descenso de los los precios internacionales, los precios pactados por las empresas se acoplaron rápidamente, disminuyendo más velozmente que aquellos. Esto último significó que los períodos de sobrefacturación de las exportaciones sean más cortos que el de los de subfacturación. En síntesis, los precios pactados entre partes relacionadas reaccionan lentamente a las subas de precios internacionales, pero lo hacen de forma acelerada durante los descensos.

Figura 7.19: Harina de soja en Argentina: precio medio transado versus el precio de mercado en la totalidad del sector y por parte de Vicentin SAIC (2006-2019)



Fuente: elaboración propia, SofTrade.

Bibliografía

Ajayi, M. S. I. (1997), *An analysis of external debt and capital flight in the severely indebted low income countries in sub-Saharan Africa*, International Monetary Fund.

Balance contable de Friar S.A. (varios años).

Balance contable Molinos Agro (varios años).

Balance contable Vicentin (varios años).

Burgos, M. & Grondona, V. (2015), 'Fuga de capitales vi estimación de los precios de transferencias. el caso del complejo sojero.', *CEFIDAR* .

Carbonnier, G. & Mehrotra, R. (2019), Abnormal pricing in international commodity trade: Empirical evidence from switzerland, Technical report, International Development Policy, *Revue internationale de politique de développement*.

CFI-Vicentin SAIC: contrato de préstamo (2017).

CIAT (2019), Transfer pricing in latin america and the caribbean, Technical report, Panamá.

CNDC (2017), Dictamen de concentración económica, sottano s.a. 2 de febrero 2017, Technical report, Presidencia de la Nación.

Comba, A., Ciafardini, M., Olaeta, H. & Simonetti, J. (2016), 'Delincuencia económica organizada. tres aproximaciones desde la criminología'.

Comunicado Accionistas Vicentin (2020).

Deloitte (2016), 'Taxation and investment in spain 2016', *Deloitte Touche Tohmatsu Limited* .

Feldman, S. & Gutman, G. (1989), Proceso de industrialización y dinámica exportadora: las experiencias de las industrias aceitera y siderúrgica en la argentina, Technical report, Documentos de Trabajo N° 32.

- Gaggero, J., Casparrino, C. & Libman, E. (2007), 'La fuga de capitales: historia, presente y perspectivas'.
- Grondona, V. & Knobel, A. (2017), Transfer pricing in argentina 1932-2015, Technical report, The International Centre for Tax and Development at the Institute of Development Studies,.
- Juzgado de Instrucción N° 005 de Madrid* (2017).
- Juzgado de Instrucción N° 005 de Madrid* (2020).
- Kulfas, M. (2005), 'Internacionalización financiera y fuga de capitales en américa latina'.
- Lanciotti, N. & Tumini, E. (2013), 'La industria invisible. la producción de aceites en argentina y santa fe, 1895-1940', *H-Industria N° 7, Buenos Aires* .
- Mitchell, R. (2017), 'Oecd lists one tax haven, tax justice network says 'nonsense!''', *Bloomberg*: <https://www.bna.com/oecd-lists-one-n73014460947/> .
- OCDE (2015), Acción 10 del plan de acción beps: borrador de proyecto sobre los aspectos de precios de transferencia en operaciones transfronterizas de commodities, Technical report, París, France.
- OCDE (2017), Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations 2017, Technical report, París, France.
- OCDE, I. O. (1996), 'Oecd benchmark definition of foreign direct investment, third edition', *OCDE* .
- OCDE, I. O. (2008), 'Oecd benchmark definition of foreign direct investment, fourth edition', *OCDE* .
- Pak, S. J. (2012), Lost billions transfer pricing in the extractive industries, Technical report, PWYP Norway.
- Pak, S. J. & Zdanowicz, J. (1994), A statistical analysis of the us merchandise trade data base and its uses in transfer pricing compliance and enforcement, Technical report, Tax Management Transfer Pricing Report, 3(1), 50-57.
- Pellegrini, J. L., Castagna, A., Liendo, M. & Martínez, A. (2013), 'Caracterización de la estructura industrial del área san lorenzo-puerto san martín.', *Décimas Jornadas 'Investigaciones en la Facultad'*, *Universidad Nacional de Rosario* .
- Pierri, J. (2009), 'Grandes empresas y cooperativas en el comercio exterior del complejo sojero', *Documentos del CIEA*, 4, 147-63 .

Prospecto Vicentin Exportaciones (2019).

Rua, M. (2014), ‘Fuga de capitales v. argentina, 2014. los “facilitadores” y sus modos de acción.’ cefid-ar’, *Documento de Trabajo* (60).

Schineller, L. M. (1997), ‘An econometric model of capital flight from developing countries’, *Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper* (579).

Schneider, B. (2003), *Measuring capital flight: estimates and interpretations*, Citeseer.

Shaxson, N. (2014), *Las islas del tesoro. Los paraísos fiscales y los hombres que se robaron el mundo*, Fondo de Cultura Económica.

SIGEN (2020), Vicentin s.a.i.c., auditoría de corte como consecuencia de la intervención dispuesta por el dnu n° 522/20, Technical report, Presidencia de la Nación.

Tax Justice Network, O. (2015), ‘Narrative report on uruguay’, *Financial Secrecy Index* .

Zara, A. (2015), ‘Delitos contra el orden económico y financiero en el anteproyecto de código penal’, *Doctrina* .

Zuzunaga del Pino, F. (2017), El principio de “arm ´s length” y el llamado “sexto método” en la fijación de precios de concentrados mineros peruanos, Master’s thesis, Universidad Católica del Perú.