



## **QUIENES GANARON MIENTRAS LA ARGENTINA SE DERRUMBABA**

El crecimiento de la cúpula económica  
en el marco de la especulación y la devaluación.

Análisis de los balances de las empresas  
Enero – Septiembre 2018.

**CLAUDIO LOZANO – TOMAS RAFFO – SONIA BALZA**

**ABRIL 2019**

## Síntesis y Conclusiones

La información contenida en el presente material referido a las 53 empresas de la cúpula que cotiza en la Bolsa, para el período de 9 meses del 2018, permite afirmar que:

Mientras la economía cae un 2,5% en términos reales, y por efecto de los precios el PBI nominal aumenta un 35%, la facturación de estas empresas crece un 75%. El resultado bruto de sus actividades económicas se expande un 76,8%, y sus resultados se incrementan un 129% al incorporar los efectos de sus operaciones financieras. A su vez, el impacto de la devaluación sobre los activos en dólares de las firmas favorece una expansión de sus resultados netos del 393,6%. Algunas puntualizaciones:

- a) La razón de estos aumentos es la posibilidad de valorizar sus excedentes en términos financieros, así como centralmente el impacto de la devaluación del tipo de cambio. Las operaciones discontinuas donde se reflejan estos movimientos crecen nada menos que un 924,9%.
- b) En este marco, las empresas pagan apenas el 17,6% de sus ganancias totales.
- c) Por efecto de la devaluación de cada \$4 de ganancias de las empresas, \$3 se los otorgó el Estado vía devaluación.
- d) Entre YPF, Pan American y Siderar del Grupo Techint se apropian del 91,3% del total de las ganancias por devaluación.

- e) Hay 22 empresas que registran incrementos significativos en las operaciones discontinuas por fruto de la devaluación.
- f) Hay 37 empresas con resultado neto final positivo.
- g) Hay 7 empresas que realizan la magia de ganan más que lo que venden.
- h) La empresa vedette es Autopista del Sol, la empresa “que vendió muy bien” el Presidente Macri. Esta empresa expandió sus resultado final en 6.546%. El motivo es el Acuerdo Integral que le concedió el Gobierno por medio del cual le reconoce nada menos que U\$S 500 millones de deuda a cobrar libre de impuestos.
- i) Hay 27 empresas que en los 3 años que gobierna Macri en algún período, no pagaron impuestos a las ganancias, entre ellas aparecen las principales empresas de la cúpula, como YPF, Pan American Energy, Esso, Pescarmona, Los Grobo, Molinos Río de la Plata, Telecom, Camuzzi Gas Pampeana, Edenor, Edesur, etc
- j) Al contrario del sentido común, son las empresas productivas y no las financieras las que tienen las mejores performances, no sólo en ventas y resultados operativos, sino en los ingresos financieros y fundamentalmente en las ganancias en pesos que la devaluación le otorgó a las empresas.

Estos y otros elementos que se presentan permiten afirmar que en el contexto de una Argentina que vive un verdadero derrumbe económico y social, este no es el resultado de una catástrofe natural, sino que es consecuencia de las decisiones de Política Económica, principalmente

de la devaluación que beneficia a un puñado reducido de actores, que aquí se los presentamos con su nombre y apellido.

## **Las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires**

Enero-septiembre 2018 en relación a enero-septiembre de 2017

### **Introducción**

Este trabajo analiza la evolución de las 53 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires. Se trata de los principales agentes económicos, que operan en todos los sectores de actividad y que constituyen el centro del poder económico en el país.

A tal fin, realizaremos una brevísima contextualización del entorno económico y social en el que operaron las empresas analizadas, la que permitirá apreciar la performance particular de este grupo de empresas.

Se trata de dar a conocer a los actores concretos que, las más de las veces, aparecen ocultos bajo los grandes agregados económicos, y cuya elucidación permite bosquejar las líneas concretas de intervención de política económica que se deben realizar si lo que se pretende es dar cuenta de los profundos desafíos económicos y sociales que como sociedad tenemos pendiente.

De lo contrario, se repetirá lo que este análisis de los balances de empresas viene a demostrar: la expansión económica de un conjunto reducido de firmas, a costas del conjunto social.

### **1. El contexto económico y la cúpula en referencia al conjunto de la economía**

El contexto económico del 2018 no es ajeno a la dinámica política de la sociedad argentina y en particular a los efectos que producen las medidas de gobierno. En este sentido, conviene recordar que el 2018 se caracteriza por ser el año donde el Gobierno Nacional produjo la *devaluación más grande de su gestión*: en efecto el dólar pasó de cotizar por debajo de los \$18 en marzo a más de \$40 en septiembre. Devaluación que superó la anterior marca del 50% al inicio de la gestión (donde ni bien asumió la Gestión Cambiemos el dólar pasó de \$10 a \$15).

No ha sido una medida más la devaluación del 2018. Ella fue el punto de partida por medio del cual en el 2018 se verificó un verdadero *derrumbe económico y social de magnitudes*. Derrumbe económico, puesto que el año termina con una contracción del 2,5% del nivel de actividad; que se concentra principalmente en el último trimestre del 2018, donde la

caída fue del 6,2%. Este achicamiento productivo supuso una destrucción de más de 400 mil empleos. La caída del nivel de actividad estuvo acompañada, desmintiendo los manuales de economía, de un salto de la tasa inflacionaria, que pasó del 30% anual en el 2017 al 47,8% del 2018. Situación que bien merece catalogarse como de “*depreflación*”; es decir, depresión del nivel de actividad con mayores niveles de inflación. Un nuevo invento argentino, obra y gracia del gobierno de Cambiemos; y cuyo aspecto más alarmante es el salto en los niveles de pobreza (crecieron en 4,8 millones los pobres) y fundamentalmente de indigencia; aquellos compatriotas que no tienen ingresos para asegurar comprar los alimentos que le repongan las energías gastadas durante el día; población vulnerable que se expandió en 1,2 millones de personas.

Se sabe, pero se oculta, que la economía esconde en sus agregados heterogeneidades significativas. No para todos fue un año de derrumbe económico y social. Muy por el contrario. En el presente material presentaremos los resultados de los balances de las principales empresas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires; ello nos permitirá distinguir el impacto diferencial de la devaluación sobre algunos de los principales actores económicos de nuestro país.

## **2. El desempeño económico de las firmas que cotizan en la Bolsa**

El primero de los indicadores que hay que tener en cuenta es la evolución de la facturación que acumulan las empresas en el período considerado (los primeros 9 meses del 2018) y compararlo con la evolución del PBI de ese período. Esta comparación la presentamos en el cuadro Nro 1. La información es contundente: *Las firmas que cotizan en la bolsa tuvieron un crecimiento de su facturación que más que duplica el crecimiento nominal del PBI.*

En efecto, mientras el PBI nominal se expandió un 35,1% (todo por efecto de los precios); las 53 empresas que estamos analizando tuvieron ventas que crecieron un 75,9% en el mismo período. Esta duplicación en la tasa de crecimiento de las ventas de las empresas en comparación con la evolución del PBI corriente, permitió un incremento del 30,2% en la participación que tiene la facturación de estas empresas en el PBI (indicador aproximado de la concentración del PBI en las empresas). Así de representar las ventas de estas empresas

el 7,6% del PBI del 3er trimestre del 2017, pasan a representar en el 2018 un 9,9%. Queda claro entonces, que lejos de derrumbe, para estas empresas el 2018, devaluación mediante, les permitió un *incremento en su poder de mercado*, que no es otra cosa sino efecto y reforzamiento de la *elevada concentración que caracteriza a la economía argentina*.

**Cuadro N° 1: Ventas de las 53 empresas de la cúpula que cotizan en la Bolsa de Valores y Producto Bruto Interno (PBI). Datos absolutos de enero a septiembre de 2017 y 2018 y variación interanual (en millones de pesos y %)**

Total Cúpula 52	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 845.629	\$ 1.487.423	75,9 %
PBI a precios corrientes	\$ 11.070.090	\$ 14.960.938	35,1 %
Ventas / PBI	7,6 %	9,9 %	30,2 %

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas y Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC

El incremento de la concentración económica en poder de estas empresas aún nada dice de lo que le debe a la devaluación. Bien podría ser el caso de que frente a un escenario adverso para todos los actores en general, estas empresas logran incrementar su participación en la economía porque dado su poder de mercado pueden mitigar los efectos negativos de la devaluación (aumento de los precios de los importados y de los servicios dolarizados, incremento de la tasa de interés, etc.). El cuadro Nro. 2 brinda valiosa información que desmiente este supuesto. Analicémoslo con detenimiento.

**Cuadro N°2: Principales resultados de las empresas de la cúpula que cotizan en la Bolsa Datos absolutos primeros 9 meses 2018, vs igual periodo año anterior.**

Total Cúpula 52	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 845.628.643.168	\$ 1.487.422.936.443	75,9 %
Costos	-\$ 554.646.000.750	-\$ 972.928.603.647	75,4 %
Resultado Bruto	\$ 290.982.642.419	\$ 514.494.332.796	76,8 %

Costos administrativos, comerciales y financieros	\$ 192.656.419.078	\$ 288.732.383.226	49,9 %
<b>Resultado antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>\$ 98.326.223.341</b>	<b>\$ 225.761.949.570</b>	<b>129,6 %</b>
Impuesto a las ganancias	-\$ 29.324.158.063	-\$ 94.173.182.814	221,1 %
<b>Resultado ordinario</b>	<b>\$ 69.002.065.278</b>	<b>\$ 131.588.766.756</b>	<b>90,7 %</b>
Impuesto a las ganancias / resultado ordinario	30,0%	41,7%	39,9 %
<b>Operaciones discontinuas</b>	<b>\$ 39.336.008.901</b>	<b>\$ 403.160.662.599</b>	<b>924,9 %</b>
<b>Resultado Neto</b>	<b>\$ 108.338.074.179</b>	<b>\$ 534.749.429.356</b>	<b>393,6 %</b>
Tasa efectiva del impuesto a las ganancias	27,0%	17,6%	-34,9 %

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas

De la información brindada por el Cuadro N° 2, se desprenden que:

- Las ventas y los costos operativos crecen prácticamente a la misma tasa (75% anual), lo que hace que el resultado bruto se expanda en la misma proporción.
- No se observa entonces un diferencial significativo entre las ventas y la evolución de los costos, con lo que se podría afirmar que aquí no hay tal poder de mercado, puesto que trasladan a precios el incremento de sus costos.
- Sin embargo hay que aclarar que durante el período, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) creció un 40,5%; es decir muy por debajo del incremento de precios de las ventas y los costos de estas empresas.
- En rigor, las variables de ventas, costos y resultado operativo se mueven al mismo ritmo que el Índice de Precio Mayoristas (IPM) que en el período analizado creció un 73,9%. Por ende, se constata que estamos analizando a las principales empresas que dominan los precios mayoristas de la economía. Ahí ya está reflejando su poder de mercado, en los precios, en los costos y en sus resultados, aunque sin mostrar diferenciales en este rubro.
- Las firmas, para concretar el volumen de facturación, deben agregar al costo de producción, otra serie de erogaciones que en términos contables se asocian a los gastos de administración y de comercialización. A estos gastos se le agrega el resultado financiero (entre ingresos y egresos) que las firmas obtienen con independencia de lo



que producen y venden. La suma de estos gastos (administración, comercialización y resultado financiero) tuvo un crecimiento del 49,5%.

- Se observa así un diferencial significativo entre la evolución de las ventas y la contención de los gastos en materia administrativa y comercial que llevan adelante las empresas, lo que sumado a las oportunidades financieras que les permite la coyuntura (elevada volatilidad de las tasas de interés y de los precios de los activos en un contexto de disponibilidad del acceso al financiamiento) les permite obtener un nicho más para que estas firmas expandan su rentabilidad.
- De esta manera el resultado bruto se expande un 129,6% superando el aumento de las ventas (75%); mostrando en los propios números de las empresas que su poder de mercado le permite ampliar su rentabilidad aún más allá de sus ventas y sus costos.
- Esta excepcionalidad del resultado bruto convive con una aparente elevado pago del impuesto a las ganancias, que en el período comparado con el año anterior crece un 220% anual, pasando de representar el 30% del resultado antes del pago del impuesto al 41,7% del mismo (lo que estaría indicando que se verifican importantes pagos a cuenta del impuesto que en la práctica supone menores pagos para los períodos sucesivos).
- Aún con este importante pago del impuesto a las ganancias; el resultado ordinario para estas empresas aumenta nada menos que un 90% anual, muy por encima de la evolución de sus ventas y de los precios de la economía.
- Sin embargo, lo dicho es sólo aparente. Aún falta el verdadero impacto de la devaluación sobre los balances de las empresas. Este es ni más ni menos que lo que se presenta bajo el rubro de “operaciones discontinuas”, que entre otras cosas es fundamentalmente el impacto que tiene el aumento de la cotización del dólar en los balances de las empresas que tienen inversiones en dólares o en otras divisas y que deben reflejar en sus balances en pesos. ***Este rubro aumenta nada menos que un 924% anual.***
- La importancia del rubro de “operaciones discontinuas” se observa también al constatar que en el 2017 representaba el 57% del resultado ordinario (\$39.300 millones de operaciones discontinuas versus \$69.000 millones de resultado ordinario). Para el caso del 2018 esa relación es del 300%. En efecto en el 2018 mientras los resultados

ordinarios son de \$131.000 millones; las operaciones discontinuas son de nada menos que de \$403.000 millones.

- Si se lo compara con el resultado neto final (las ganancias liquidas de las empresas) las operaciones discontinuas representaban el 36,3% de las ganancias netas del 2017; y pasan a representar el 75% de las del 2018. Dicho en criollo, *de cada \$4 de ganancias que tuvieron estas empresas en el 2018, \$3 lo obtuvieron por el efecto de la devaluación.*
- De este modo, los resultados netos finales incorporando el efecto de las operaciones discontinuas aumentan un 393,6% anual.
- Aquí se ve como la devaluación favoreció abruptamente a las principales empresas de la cúpula económica, principalmente aquellas con inversiones dolarizadas o en divisa extranjera.
- Adicionalmente, incorporando el efecto de las operaciones discontinuas, el pago del impuesto a las ganancias deja de ser extraordinario y pasa de representar el 27% del resultado final en el 2017 a apenas el 17% en el 2018. Es decir no sólo que las empresas en su globalidad pagan por debajo del 35% estipulado por ley, sino que con la devaluación pagaron 10 puntos menos que en el año anterior.

Los números no mienten, y los balances tampoco. El resultado es contundente, aunque no del todo sorprendente. Un puñado de firmas tuvo un 2018 de maravillas en términos económicos. Entraremos un poco más en detalle sobre estos actores y la forma como realizan sus ganancias.

### **3. Operaciones discontinuas: el nombre contable de la transferencia de ingresos de la devaluación.**

El balance de las empresas es por demás escueto en lo referido a los detalles de los que se componen el rubro de “operaciones discontinuas”, a lo sumo agregan algunos balances que tienen que ver con los “efectos de conversión de las inversiones” sin aclarar más detalles.

Pan American Energy (PAE), una de las 2 empresas que concentran el grueso de estas operaciones ha sido la más clara en detallar en qué consiste este rubro. En su nota 2 – Bases de Presentación; en la subnota 2.2 Moneda funcional y de presentación, señala que la firma, en base a respetar normas contables (NIC 21) determina que “...su moneda funcional es el dólar estadounidense... En consecuencia, la información financiera fue preparada en dicha moneda y posteriormente convertida a pesos...” según lo pide la Comisión Nacional de Valores (CNV). Para convertir los dólares, que es la unidad de medida de esta empresa, a pesos, la firma sigue el siguiente criterio: (copiamos textual lo que dice el Balance”

- “los activos y pasivos se convierte al tipo de cambio **vigente a cada cierre**”.
- “los ingresos y gastos y flujos de efectivo se convierten al tipo de cambio **al momento de la transacción**”.
- “la diferencia de conversión de la moneda funcional (el dólar) a la de la presentación (el peso), que se ponen en evidencia en función de lo anterior (esto es el momento en que se realizó la transacción, antes de la corrida cambiaria, y el momento de presentación) se incluyen en “Otro resultado integral”, en el patrimonio”.

Queda expuesto entonces el origen del ítem y su destino. Siendo provocado por el efecto que le supone a la empresa haber realizado una transacción en dólares en un momento por ejemplo antes de la corrida (a un tipo de cambio de \$20), y teniendo que presentar el balance a finales de septiembre (a un tipo de cambio de \$40) debe convertir en pesos esa operación al tipo de cambio en que estaba vigente (aunque tenga en su posición el saldo en dólares de dicha operación). A la diferencia entre la cotización del momento de la transacción (a \$20 por unidad de dólar) versus el momento en que presenta el balance (a \$40 por unidad de dólar), la empresa presenta el balance en las operaciones “normales o continuas” a \$20; pero como tiene efecto que supera ese valor, debe computar la diferencia en “operaciones discontinuas” por “efecto de conversión de diferencia de cotización” que se expone en el Estado de Resultados pero que separados de la dinámica contable del impuesto a las ganancias (es decir no pagan por esa ganancia cambiaria ni un peso al

Estado durante el período en análisis), pasan a integrar íntegramente el patrimonio de la empresa, es decir de sus accionistas y/o dueños.

Como se ve, *beneficio directo para aquellas* empresas que aún operando en el mercado local funcionan con el dólar o con otra divisa como unidad de medida. Beneficio que se incrementa en la medida que aumenta el tipo de cambio (es decir que se devalúa) y en la medida que la empresa presente saldos positivos en dólares en sus transacciones; situación prácticamente extendida para este grupo de empresas.

Esta claridad en la presentación del Balance de PAE no se observa en la otra gran empresa que registra importantes montos por este rubro, se trata de YPF; no obstante en su balance en la nota sobre “bases de preparación para los balances” y en la subnota 2.b “políticas contables significativas” en el apartado correspondiente a “moneda funcional y moneda de presentación” da a entender la misma mecánica que PAE pero sin tanta precisión. YPF sostiene en ese apartado que “ha definido como su moneda funcional al dólar” pero que siguiendo las resoluciones de la CNV “...debe presentar sus estados financieros en pesos”; en ese marco sostiene que para 4 de sus principales operaciones comerciales (venta de combustible a consignación; venta directa de combustible, ventas de gas natural y venta de productos refinados; “el ingreso se reconoce en el momento en que el control de los bienes es transferido al cliente”. Es decir reconoce que vendiendo en dólares debe considerar el tipo de cambio al momento de efectivizarse la operación; y dado los saldos positivos que de ello le deviene, es que se explica las diferencias de conversión que aparecen bajo el ítem “operaciones discontinuas”. Con otro criterio pero con similar impacto de la devaluación en las ganancias de la empresa, se refleja en el criterio con el que YPF pacta la otra de las grandes operaciones que realiza, a saber “los contratos de construcción”, donde “el ingreso se reconoce considerando el margen final estimado para cada proyecto”; que según se entiende de la presentación; al ser el dólar su unidad de medida debe seguir la evolución del mismo.

De lo expuesto se desprende el origen de este particular ítem de “operaciones discontinuas”. No es otro sino el impacto que tiene el movimiento del tipo de cambio en las

operaciones comerciales de las empresas, que deben computar en pesos al momento de la transacción, pero que para la confección del balance les queda un importante saldo positivo que se explica porque o bien mantienen los dólares en su poder y deben expresar el nuevo valor del tipo de cambio (de lo contrario no podrían explicar el volumen de sus operaciones) o bien porque efectivamente transformaron sus dólares en pesos a un tipo de cambio superior al efectivamente tenía la cotización en el momento que se concretó la operación. Por ende los pesos que presentan en el balance son inferiores a los pesos que tienen en su poder y tal diferencia la presentan como “operaciones discontinuas”.

Como muestra de que las “operaciones discontinuas” reflejan el impacto de la devaluación en el balance de las empresas haciendo que tengan ganancias en pesos que no se computan para el pago del impuesto a las ganancias, presentamos en el cuadro Nro. 3, la evolución de la masa en pesos de las “operaciones discontinuas” para todo el período de la gestión de Cambiemos. Para el caso del 2016 y 2017 se presenta la información anual; para el 2018 presentamos los primeros 9 meses del mismo.

**Cuadro 3: Total de Operaciones Discontinuas de los 3 años de Macri. Anual 2016, 2017 y NUEVE MESES 2018.**

Empresa	Monto por operaciones discontinuas				
	Anual 2016	Anual 2017		Nueve Meses 2018	
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 183.645.139.470</b>	<b>\$ 44.623.985.783</b>	<b>-75,7%</b>	<b>\$ 403.160.662.599</b>	<b>803,5%</b>

\*No se pudo acceder al balance anual de PAE

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de balances de las empresas

Se observa del cuadro anterior como las “operaciones discontinuas” *se mueven al ritmo de la devaluación*. De cerca de \$183.645 millones en el 2016 (con una devaluación del 50%), las mismas se reducen un 75% en el 2017 con un dólar relativamente estable; para posteriormente *dispararse un 800% en el 2018 en el marco de una devaluación de cerca del 100%*.

En el cuadro Nro 4 presentamos el listado de las empresas que presentan este ítem. Se trata de 23 empresas de las 53 que componen el panel. Son el 43% del panel. Sin embargo

*apenas 2 empresas concentran el 84,1% del total de operaciones discontinuas* del 2018. Las 2 empresas se dedican al mismo rubro, son las petroleras YPF (que ocupa el primer lugar con el 47% de las operaciones discontinuas) y Pan American Energy (que concentra el 37,1%). Se ve que la devaluación le impacta considerablemente a dos de las más importantes empresas de la cúpula económica. Si se agrega a la tercera de este ranking que es otra de las principales empresas del país, como es el caso de Siderar, se alcanza al 91,3% de las operaciones discontinuas.

A pesar de la elevada concentración de las operaciones discontinuas, es un fenómeno que no restringe exclusivamente a estas 3 empresas, sino que se observan en el 43% de las empresas, que involucran un conjunto considerable de sectores entre ellos el de “Alimentos y Bebidas” (con 4 firmas involucradas, Arcor, Ledesma, Mastellone y Molinos), el de Petróleo (que además de YPF y Pan American hay que agregar a Esso), el de “Energía, Gas y Agua” (donde presentan resultados en este rubro Metrogas, Central Puerto y Pampa Energía”) el de la Construcción (donde se ubica entre otros Benito Roggio), el de la Siderurgia, el Agropecuario (Los Grobo, Cresud), el de “Telecomunicaciones”, el de la “Industria Química”, la “Metalmecánica”, etc.

**Cuadro Nro 4: Operaciones discontinuas por empresas. Enero - Septiembre de 2018.**

Empresa	Sector de actividad	Operaciones discontinuas, 9M 2018	%
YPF	Petróleo y derivados	\$ 189.389.000.000	47,0
Pan Amer. Energy LLC	Petróleo y derivados	\$ 149.378.000.000	37,1
Siderar (Ternium)	Siderurgia	\$ 29.183.097.000	7,2
Arcor	Alimentos y Bebidas	\$ 6.095.583.325	1,5
Consultatio	Inmobiliaria	\$ 5.418.667.000	1,3
Telecom Arg.	Telecomunicaciones	\$ 4.594.000.000	1,1
Petroq. Comodoro Rivadavia	Construcción	\$ 3.038.346.000	0,8
Pampa Energía	Energía, Gas y Agua	\$ 2.985.000.000	0,7

Benito Roggio e Hijos	Construcción	\$ 2.132.735.982	0,5
Celulosa	Industria Papelera	\$ 1.898.959.000	0,5
Cresud	Agropecuario	\$ 1.813.000.000	0,4
Ledesma	Alimentos y Bebidas	\$ 1.369.053.000	0,3
New San	Electrodomésticos	\$ 1.197.178.803	0,3
Esso	Petróleo y derivados	\$ 1.029.000.000	0,3
Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agropecuario	\$ 918.986.000	0,2
Solvay Indupa	Química	\$ 685.911.000	0,2
Ind. Metal. Pescarmona	Metalmecánica	\$ 594.128.000	0,1
Central Puerto	Energía, Gas y Agua	\$ 530.489.000	0,1
MetroGas	Energía, Gas y Agua	\$ 283.717.000	0,1
Aluar	Siderurgia	\$ 276.732.648	0,1
Mastellone Hermanos	Alimentos y Bebidas	\$ 246.942.000	0,1
Molinos Río de la Plata	Alimentos y Bebidas	\$ 111.115.000	0
Agrometal	Metalmecánica	(\$ 8.978.159)	0
<b>Total</b>		<b>\$ 403.160.662.599</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas

A pesar de la elevada concentración en YPF y PAE el volumen de las operaciones discontinuas en el 2018, su efecto en el balance de las empresas tuvo una intensidad central. Una forma de evaluarlo es observando para las empresas que presentaron resultados positivos en este rubro durante el 2018 y compararlo con el año anterior. Situación que presentamos en el cuadro 5.

**Cuadro Nro. 5: Operaciones discontinuas por empresas. Enero - Septiembre de 2018 vs Enero Septiembre 2017.**

Empresa	Op. Discont.2017	Op. Discont.2018	Diferencia	Evolución
Ledesma	\$	\$ 1.369.053.000	n.c	n.c
Ind. Metal. Pescarmona	\$ 15.450.000	\$ 594.128.000	\$ 578.678.000	3745,5%
Telecom Arg.	\$ 126.000.000	\$ 4.594.000.000	\$ 4.468.000.000	3546,0%
Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 136.536.000	\$ 3.038.346.000	\$ 2.901.810.000	2125,3%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 7.393.000.000	\$ 149.378.000.000	\$ 141.985.000.000	1920,5%
YPF	\$ 11.584.000.000	\$ 189.389.000.000	\$ 177.805.000.000	1534,9%
Benito Roggio e Hijos	\$ 137.396.935	\$ 2.132.735.982	\$ 1.995.339.047	1452,2%
Siderar (Ternium)	\$ 1.926.235.000	\$ 29.183.097.000	\$ 27.256.862.000	1415,0%
Solvay Indupa	\$ 57.713.000	\$ 685.911.000	\$ 628.198.000	1088,5%
Pampa Energía	\$ 272.000.000	\$ 2.985.000.000	\$ 2.713.000.000	997,4%

Mastellone Hermanos	\$ 25.847.000	\$ 246.942.000	\$ 221.095.000	855,4%
Arcor	\$ 659.509.934	\$ 6.095.583.325	\$ 5.436.073.391	824,3%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ 117.220.000	\$ 918.986.000	\$ 801.766.000	684,0%
Molinos Río de la Plata	\$ 15.239.000	\$ 111.115.000	\$ 95.876.000	629,1%
Consultatio	\$ 853.778.000	\$ 5.418.667.000	\$ 4.564.889.000	534,7%
Cresud	\$ 1.184.000.000	\$ 1.813.000.000	\$ 629.000.000	53,1%
Celulosa	\$ 1.391.072.000	\$ 1.898.959.000	\$ 507.887.000	36,5%
Central Puerto	\$ 426.062.000	\$ 530.489.000	\$ 104.427.000	24,5%
Esso	\$ 919.000.000	\$ 1.029.000.000	\$ 110.000.000	12,0%
MetroGas	\$ 8.213.606.000	\$ 283.717.000	(\$ 7.929.889.000)	-96,5%
Aluar	(\$ 62.408.026)	\$ 276.732.648	\$ 339.140.674	-543,4%
New San	(\$ 4.103.003)	\$ 1.197.178.803	\$ 1.201.281.806	-29278,1%
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 39.336.008.901</b>	<b>\$ 403.160.662.599</b>	<b>\$ 363.824.653.698</b>	<b>924,9%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas

Puede observarse que mientras en el global las operaciones discontinuas se expandieron en un 924% anual; hay 10 empresas para las cuales la expansión fue aún mayor. Si bien, en este grupo se encuentran las dos empresas que concentran el grueso de las ganancias de este rubro, YPF que tiene un crecimiento del 1535% de sus operaciones discontinuas y PAE que expande este rubro en 1920%; el ranking lo encabeza lo encabeza la firma Ledesma, ya que al no contar con resultados en este rubro, hace que lo que obtuvo en el 2018 tenga un crecimiento infinito. El segundo en importancia es la firma Pescarmona, que siendo una de las empresas del rubro metalmeccánico es decir, de las “más industriales” de este panel, tiene un crecimiento del 3745% en este rubro. Casi el mismo crecimiento pero con una magnitud mucho más considerable se encuentra Telecom Arg (creció en 3546% en este rubro). Le sigue en importancia Petroquímica Comodoro Rivadavia (2125%); también son importantes los resultados que en este rubro tienen Benito Roggio (1452%), Siderar (1415%), Solvay Indupa (1088%) y Pampa Energía (997%). Se muestra así que concentrado en magnitud en 2 firmas, el rubro de operaciones discontinuas tuvo un significativo crecimiento para una decena de firmas que componen el poder económico local.



Por otro lado, la importancia decisiva de las operaciones discontinuas para cada firma se observa al analizar la contribución que ellas hacen al resultado neto (la ganancia final) de las firmas estudiadas. Ver Nro. 6.

**Cuadro Nro. 6: Operaciones discontinuas y resultado neto. Enero – septiembre 2018. Empresas con operaciones discontinuas positivas**

Ranking	Empresa	Operaciones discontinuas	Resultado Neto	OP/RN
1	Ledesma	\$ 1.369.053.000	\$ 277.131.000	494,0%
2	Celulosa	\$ 1.898.959.000	\$ 678.089.000	280,0%
3	Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 3.038.346.000	\$ 1.344.522.000	226,0%
4	Pan Amer. Energy LLC	\$ 149.378.000.000	\$ 157.093.000.000	95,1%
5	YPF	\$ 189.389.000.000	\$ 210.090.000.000	90,1%
6	Benito Roggio e Hijos	\$ 2.132.735.982	\$ 2.494.132.936	85,5%
7	Siderar (Ternium)	\$ 29.183.097.000	\$ 35.207.762.000	82,9%
8	New San	\$ 1.197.178.803	\$ 1.456.352.484	82,2%
9	Consultatio	\$ 5.418.667.000	\$ 10.155.114.000	53,4%
10	Esso	\$ 1.029.000.000	\$ 2.134.000.000	48,2%
11	Solvay Indupa	\$ 685.911.000	\$ 1.589.096.000	43,2%

12	Cresud	\$ 1.813.000.000	\$ 6.797.000.000	26,7%
13	Ind. Metal. Pescarmona	\$ 594.128.000	\$ 2.516.321.000	23,6%
14	Aluar	\$ 276.732.648	\$ 4.107.108.516	6,7%
15	Central Puerto	\$ 530.489.000	\$ 16.849.196.000	3,1%
16	Molinos Río de la Plata	\$ 111.115.000	\$ -1.955.329.000	-5,7%
17	Mastellone Hermanos	\$ 246.942.000	\$ -2.202.892.000	-11,2%
18	MetroGas	\$ 283.717.000	\$ -2.126.004.000	-13,3%
19	Telecom Arg.	\$ 4.594.000.000	\$ -13.946.000.000	-32,9%
20	Pampa Energía	\$ 2.985.000.000	\$ -6.924.000.000	-43,1%
21	Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ 918.986.000	\$ -1.007.529.000	-91,2%
22	Arcor	\$ 6.095.583.325	\$ -151.713.878	-4017,8%
<b>Total</b>		<b>\$ 403.169.640.758</b>	<b>\$ 424.475.357.058</b>	<b>95,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas

Como se observa del cuadro, de las 22 empresas que presentan “operaciones discontinuas” positivas las mismas representan el 95% de total del resultado neto. Dicho de otra manera, sin esas operaciones discontinuas, es decir, sin el aporte que la devaluación le hace a los balances de estas firmas en materia de conversión de sus inversiones en moneda extranjera, los balances de estas firmas tendrían un resultado neto que en el mejor de los casos ascendería al 5% de lo que tuvieron de ganancias. O mejor aún, de cada \$100 pesos de ganancias que estas empresas obtuvieron, ***\$95 se la dio el gobierno al permitir el salto cambiario de la devaluación.*** Recuérdese que si se tomaba el conjunto de las empresas del panel, las 53 firmas analizadas, el peso de la masa de las operaciones discontinuas sobre el total de la masa de ganancias apropiadas por las empresas era del 75%. Se percibe así la centralidad que tuvo la devaluación para el conjunto de las empresas de la cúpula que cotizan en la bolsa (representan el 75% de lo que se llevaron de ganancias neta) y principalmente dentro de este grupo para las 22 empresas que tuvieron operaciones discontinuas positivas, en cuyo caso representaron el 95% de sus resultados netos.

Entrando en el detalle del cuadro 6, se observa que hay 3 empresas donde las operaciones discontinuas superan ampliamente el resultado neto. Lo que dicho en otros términos supone que sin estas “operaciones discontinuas”, en lugar de tener resultado neto positivo, las firmas habrían incurrido en importantes pérdidas. Tal es el caso de Ledesma, Celulosa y Petroquímica Rivadavia. Para el caso de Ledesma las operaciones discontinuas superan casi

5 veces el resultado neto, para Celulos lo superan en casi 3 veces; y para Petroquímica Rivadavia la supera en casi 2,5 veces.

En el otro extremo, hay 7 firmas que tuvieron resultados netos negativos, es decir pérdidas, aún con operaciones discontinuas positivas. Para este conjunto de empresas, las operaciones discontinuas funcionan como una suerte de amortiguador de sus pérdidas, las cuales serían aún mayores si no hubieran tenido un efecto compensador por estas operaciones discontinuas. Es el caso de Arcor, Los Grobo, Pampa Energía, Telecom, Metrogas, Mastellone y Molinos Río de la Plata.

Pero aún en el caso de las empresas más importantes, como es el caso de YPF y PAE las operaciones discontinuas revelan su rol central en la apropiación de ganancias. En el caso de YPF representa el 90% y en el de PAE el 95%. Lo mismo puede decirse para otras dos empresas insignias del poder económico local como es el caso de Benito Roggio y Siderar, en el primer caso las operaciones discontinuas representan el 85%; y en el segundo el 82% de los resultados netos.

Se ve entonces la funcionalidad que tiene la devaluación en la apropiación de ganancias fáciles para las empresas más importantes de la cúpula empresarial doméstica. Se trata como se ve de un proceso de transferencia de ingresos de los más regresivos que puede hacerse desde la política económica.

Para terminar este apartado central, que es el de las operaciones discontinuas, en tanto refleja el impacto en los balances de las empresas de la devaluación, presentamos en el cuadro 7 el detalle de las empresas que presentaron operaciones discontinuas en los 3 años de gestión del actual gobierno. Tomamos para este cuadro los datos anuales del 2016 y del 2017 y los primeros 9 meses del 2018.

**Cuadro 7: Empresas que presentaron operaciones discontinuas en algún momento de los 3 años de Macri. Anual 2016, 2017 y NUEVE MESES 2018**

Empresa		Monto por operaciones discontinuas				
		Anual 2016	Anual 2017		Nueve Meses 2018	
1	YPF	\$ 172.600.000.000	\$ 21.917.000.000	-87,3%	\$ 189.389.000.000	764,1%
2	Esso	\$ 2.901.000.000	\$ 2.096.000.000	-27,7%	\$ 1.029.000.000	-50,9%
3	Pan Amer. Energy LLC *			-	\$ 149.378.000.000	-
4	Agrometal			-	\$ -8.978.159	-
5	Ind. Metal. Pescarmona	\$ 196.763.000	\$ 154.593.000	-21,4%	\$ 594.128.000	284,3%
6	Cresud			-	\$ 1.813.000.000	-
7	Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ 52.164.000	\$ 72.836.000	39,6%	\$ 918.986.000	1161,7%
8	Arcor	\$ 746.384.120	\$ 956.779.439	28,2%	\$ 6.095.583.325	537,1%
9	Molinos Río de la Plata	\$ 43.975.000	\$ 26.320.000	-40,1%	\$ 111.115.000	322,2%
10	Mastellone Hermanos	\$ 847.562.000	\$ 1.177.235.000	38,9%	\$ 246.942.000	-79,0%
11	Quickfood	\$ 459.875.000	\$ 127.436.000	-72,3%		-100,0%
12	Ledesma			-	\$ 1.369.053.000	-

13	Telecom Arg.	\$ 263.000.000	\$ 403.000.000	53,2%	\$ 4.594.000.000	1040,0%
14	Grupo Clarin	\$ 431.252.815	\$ -75.547.201	-117,5%		-100,0%
15	Celulosa	\$ 361.070.000	\$ 1.391.072.000	285,3%	\$ 1.898.959.000	36,5%
16	Tenaris			-	\$ -	-
17	Aluar	\$ -1.148.036	\$ -62.408.026	5336,1%	\$ 276.732.648	-543,4%
18	Siderar (Ternium)	\$ 3.259.654.000	\$ 3.594.740.000	10,3%	\$ 29.183.097.000	711,8%
20	Pampa Energía	\$ 115.000.000	\$ 288.000.000	150,4%	\$ 2.985.000.000	936,5%
21	Edenor	\$ 5.081.000	\$ 9.075.000	78,6%		-100,0%
22	Edesur	\$ -17.586.000	\$ -46.407.000	163,9%		-100,0%
23	Central Puerto	\$ 437.974.000	\$ 485.041.000	10,7%	\$ 530.489.000	9,4%
24	MetroGas		\$ 9.316.002.000	-	\$ 283.717.000	-97,0%
25	Endesa Costanera	\$ -4.211.570	\$ 1.272.275	-130,2%		-100,0%
26	Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 194.145.000	\$ 215.359.000	10,9%	\$ 3.038.346.000	1310,8%
27	Holcim (Juan Minetti)	\$ 435.707	\$ 1.810.655	315,6%		-100,0%
28	Benito Roggio e Hijos	\$ 333.407.753	\$ 736.974.644	121,0%	\$ 2.132.735.982	189,4%
29	Caputo	\$ 16.000	\$ -44.000	-375,0%		-100,0%
30	Solvay Indupa	\$ -17.431.000	\$ 54.054.000	-410,1%	\$ 685.911.000	1168,9%
31	Consultatio	\$ 1.266.306.000	\$ 1.734.788.000	37,0%	\$ 5.418.667.000	212,4%
32	New San	\$ -829.549.319	\$ 49.003.997	-105,9%	\$ 1.197.178.803	2343,0%
	<b>TOTAL</b>	<b>\$ 183.645.139.470</b>	<b>\$ 44.623.985.783</b>	<b>-75,7%</b>	<b>\$ 403.160.662.599</b>	<b>803,5%</b>

\*No se pudo acceder al balance anual de PAE

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de balances de las empresas

Se observa del cuadro anterior como las “operaciones discontinuas” *se mueven al ritmo de la devaluación*. De cerca de \$183.645 millones en el 2016 (con una devaluación del 50%), las mismas se reducen un 75% en el 2017 con un dólar relativamente estable; para posteriormente *dispararse un 800% en el 2018 en el marco de una devaluación de cerca del 100%*.

Otra forma de reafirmar lo anterior es que en el 2017, frente a un dólar relativamente estable sólo 13 empresas de este panel tuvieron un aumento de sus operaciones discontinuas; las 19 empresas restantes tuvieron una caída de las mismas; mientras que en el 2018, en el marco de la fuerte devaluación, la situación se invierte: sólo 9 empresas tienen un resultado inferior al del año anterior, mientras las 22 restantes aumentan, y en algunos casos exponencialmente, sus operaciones discontinuas.

Hasta aquí el desglose del impacto de la devaluación en las ganancias que apropiaron algunas de las principales empresas que operan en el país. Se ve que aquello que construye un desastre económico y social contribuye a su vez en el abultamiento de las ganancias de algunas pocas empresas. Se ve que lejos de una medida neutral e inexorable, la devaluación es una política concreta de transferencia regresiva del ingreso. De todos modos, lejos estamos de agotar los elementos que nos permiten afirmar el análisis de los balances de estas empresas.

#### **4. Ganadores y perdedores**

Hasta aquí hemos expuesto la performance positiva de estas empresas de la cúpula que cotizan en la Bolsa de Valores. Performance positiva que se expresa en que mientras la economía tuvo una caída del 2,3% en su nivel de actividad, con una inflación cercana al 50% anual; estas empresas tuvieron un incremento de sus ventas del orden del 75% (equivalente al incremento de los precios mayoristas); y terminan embolsando una ganancia neta que se expande casi un 400% por efecto principal de la devaluación (del 100%) que hizo que las denominadas “operaciones discontinuas” se incrementaron un 925%; y que explica el 75% de las ganancias netas de las empresas del período.

Esta performance global agrega un conjunto de comportamiento dispar, entre empresas y por sector de actividad que es conveniente tener presente. En este apartado nos centraremos principalmente a nivel de las empresas. Hemos detectado de las 52 empresas analizadas que 37 de ellas (es decir el 71% de las empresas) han tenido una evolución positiva de sus resultados netos; mientras que sólo 15 (el 29% restante) empresas han tenido una evolución negativa de las mismas. Se confirma así que en el agregado, son mayorías las empresas que han mejorado su situación en el 2018 respecto al anterior.

El hecho de que hay 15 empresas que tuvieron una evolución negativa de sus resultados netos no debe confundirse con que tengan pérdidas, sino que hay 3 de estas empresas que tienen resultados positivos pero menores a los del año anterior. Del mismo modo, en las 37 que expandieron su resultado positivo, hay una firma que en rigor tiene pérdidas en el 2018,

pero que es menor a la del 2017, y por ende tiene una evolución. Considerando estos casos, si tomamos a las empresas que tuvieron resultado positivo durante el 2018 las mismas son 39, el 75% del panel; mientras que 13 empresas (el 25% restante) tienen resultados negativos. Nuevamente es clara la preponderancia del signo positivo que el 2018 supuso para la gran mayoría de estas empresas, representativas del poder económico local.

A continuación detallaremos estos agregados.

#### a. Las empresas que más ganan

En el cuadro Nro. 8 puede observarse las 37 empresas que muestran resultados que, comparados con los nueve meses del año anterior, tienen resultados mejores.

**Cuadro N° 8. Ranking de empresas según variación anual positiva del resultad neto (%)**

Empresa	ene-sep 2017	ene-sep 2018	Var. a.a. (%)
Autopistas del Sol	\$ 249.989.550	\$ 16.615.766.264	6546,6%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 9.031.000.000	\$ 157.093.000.000	1639,5%
YPF	\$ 12.294.000.000	\$ 210.090.000.000	1608,9%
Endesa Costanera	\$ -24.659.949	\$ 234.285.413	1050,1%
Benito Roggio e Hijos	\$ 267.994.352	\$ 2.494.132.936	830,7%
Central Puerto	\$ 2.079.089.000	\$ 16.849.196.000	710,4%
Ind. Metal. Pescarmona	\$ 459.520.000	\$ 2.516.321.000	447,6%
Siderar (Ternium)	\$ 6.647.938.000	\$ 35.207.762.000	429,6%
Celulosa	\$ 145.065.000	\$ 678.089.000	367,4%
Irsa	\$ 3.377.514.000	\$ 15.656.023.000	363,5%
Ledesma	\$ -122.301.000	\$ 277.131.000	326,6%
Tenaris	\$ 6.480.871.544	\$ 26.535.210.345	309,4%
Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 415.105.000	\$ 1.344.522.000	223,9%
Edenor	\$ 659.950.000	\$ 2.100.639.000	218,3%
New San	\$ 535.430.249	\$ 1.456.352.484	172,0%
Solvay Indupa	\$ 587.225.000	\$ 1.589.096.000	170,6%
Edesur	\$ -882.651.000	\$ 472.971.000	153,6%
Cresud	\$ 2.979.000.000	\$ 6.797.000.000	128,2%
Bco Francés	\$ 3.121.254.000	\$ 6.767.534.000	116,8%

Consultatio	\$ 4.694.180.000	\$ 10.155.114.000	116,3%
Transp. Gas del Sur	\$ 2.483.000.000	\$ 5.354.000.000	115,6%
Aluar	\$ 1.940.621.541	\$ 4.107.108.516	111,6%
HSBC Bank Argentina	\$ 875.796.000	\$ 1.789.512.000	104,3%
Bco Santander Río	\$ 3.626.537.000	\$ 6.977.708.000	92,4%
Banco ITaú Argentina	\$ 592.361.000	\$ 1.096.747.000	85,1%
Quickfood	\$ -400.038.000	\$ -61.144.000	84,7%
Bco ICBC	\$ 490.567.000	\$ 737.786.000	50,4%
Bco Macro	\$ 7.019.889.000	\$ 10.533.540.000	50,1%
Bco Hipotecario	\$ 1.081.013.000	\$ 1.566.896.000	44,9%
Banco Suppervielle	\$ 828.242.000	\$ 1.138.509.000	37,5%
Bco Patagonia	\$ 2.571.503.000	\$ 3.487.415.000	35,6%
Esso	\$ 1.590.000.000	\$ 2.134.000.000	34,2%
Holcim (Juan Minetti)	\$ 726.937.275	\$ 903.127.023	24,2%
Tarjeta Naranja	\$ 1.726.359.000	\$ 2.139.859.000	24,0%
Bco Galicia	\$ 5.906.786.000	\$ 7.278.210.000	23,2%
Caputo	\$ 180.455.000	\$ 218.325.000	21,0%
Banco Comafi	\$ 323.892.000	\$ 390.007.000	20,4%

FUENTE: Elaboración propia en base a datos de balances de las empresas

De estas 37 empresas puede observarse que 26 de ellas (el 50% del total de empresas) presentan una evolución de sus resultados netos por encima del 75% (que es la tasa de crecimiento de las ventas del agregado de estas empresas y de los precios mayoristas de la economía al cual están asociados). A su vez, dentro de estas firmas hay 17 que tienen una evolución de sus resultados netos por encima del 150% (es decir el doble del crecimiento de la facturación), lo que permite inferir que son las que tienen un poder diferencial al interior de la cúpula en este período. Y por último se registran 8 empresas que superan el crecimiento del 393% que tiene el resultado neto global del conjunto de estas empresas (ver Cuadro 2).

Comenzando de mayor a menor el ranking lo encabeza la firma emblemática de este período, que es ni más ni menos que *Autopista del Sol*. Ella tiene una **expansión del 6546% de sus resultados netos**. La así denominada “firma del Presidente Macri”<sup>1</sup> supera

<sup>1</sup> La Justicia está investigando la venta del paquete accionario que la familia del Presidente Macri hiciera en mayo de 2017 del 7% de las acciones en Ausol S.A. -a un costo de \$ 551 millones- a Natal Inversiones SA, quien ya había comprado la participación de los otros dos accionistas minoritarios, Dycasa (5,83%) y ACS (5,72%), y pasó a controlar el 18,5% de la empresa concesionaria. Entre las muchas irregularidades que investiga la Justicia está el precio de venta, la extensión de la Concesión por 10 años (vence en el 2020 y la extendió



incluso la evolución de los resultados netos de las dos empresas más beneficiadas por el ítem de operaciones discontinuas, como es el caso de YPF y PAE que expanden sus resultados netos en un 1600% cada una de ellas. Puede afirmarse que los balances muestran que “la firma del Presidente Macri” fue la que más ganó de las empresas que componen la cúpula que cotiza en la bolsa. Se puede desprender de acá la funcionalidad que tiene ocupar la Presidencia para la disputa de *primus inter pares* que el Presidente lleva adelante con los principales actores del poder económico (como nota marginal téngase presente la coyuntura de “los cuadernos” y los empresarios arrepentidos que tiene desfilando en los tribunales a los principales CEOs de la cúpula empresarial doméstica).

Volviendo al análisis de los resultados netos, además de la “firma del Presidente” y de las 2 vedettes de las operaciones discontinuas (YPF y PAE) se observan 3 firmas que tienen una considerable expansión de sus resultados netos; 2 de ellas pertenecientes al beneficiado complejo energético (Endesa Costanera y Central Puerto, que expandieron un 1050% y un 710% respectivamente sus resultados netos) y el conglomerado empresarial Benito Roggio (centrado en la construcción pero con múltiples actividades en las aéreas de servicios públicos privatizados, entre ellos Metrovías, Cliba -de recolección de residuos-,etc. ) que aumento un 830%.

#### ***b. Ganancias que superan las ventas:***

La elevada expansión de los beneficios de las principales empresas de la cúpula no sólo es sorprendente porque crecen por arriba de las demás variables de las cuales depende (ventas, resultado bruto, etc) sino que incluso en algunos casos que hemos detectado, 7 empresas, se da la insólita situación de que los resultados netos que se apropian las firmas supera en magnitud el volumen de sus ventas. ***Ganan más de lo que venden***, es lo que reflejan los

---

al 2030) y cuya operación se sospecha de fraudulenta y se está investigando en la Justicia, al mismo tiempo que la tarifa de los peajes aumentaron desde que está la gestión entre 200% y 270%, gracias a una resolución de la dirección de Vialidad Nacional entonces a cargo de Javier Iguacel. Además, debe mencionarse que la empresa estaba bajo intervención, medida que fue levantada en las semanas previas a la venta (lo que habría elevado el precio).

balances de estas 7 empresas: tales son los casos de Autopista del Sol (la empresa que “vendió Macri”), Pan American Energy, Pescarmona, Cresud, Central Puerto, Irsa y Consultatio.

Dada esta insólita situación, presentaremos un breve análisis de los balances de estas empresas.

#### **4.b.1 Autopistas del Sol – la empresa que “vendió” Macri**

La denominada “firma que vendió” el Presidente Macri presenta un balance formidable, de absoluto *éxito económico* como lo da cuenta el cuadro Nro 9.

**Cuadro Nro 9: Estados de Resultados de Autopista del Sol. Enero – septiembre 2018.**

<b>AUTOPISTAS DEL SOL</b>	<b>Nueve Meses 2017</b>	<b>Nueve Meses 2018</b>	<b>Variación</b>
Ingresos	\$ 1.680.300.047	\$ 2.240.388.903	33,3%
<b>Ingresos financieros operativos</b>		<b>\$ 7.651.525.839</b>	<b>n.c</b>
<b>Venta total</b>	<b>\$ 1.680.300.047</b>	<b>\$ 9.891.914.742</b>	488,7%
Costos	\$ -1.147.155.373	\$ -1.415.039.011	23,4%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>\$ 533.144.674</b>	<b>\$ 8.476.875.731</b>	<b>1490,0%</b>
Gastos de comercialización y administración	\$ 194.471.191	\$ 233.878.890	20,3%
<b>Resutado Operativo</b>	<b>\$ 338.673.483</b>	<b>\$ 8.242.996.841</b>	<b>2333,9%</b>
<b>Ingresos / Egresos Financieros</b>	\$ 46.792.953	\$ 315.510.846	574,3%
<b>Subtotal (después de ingresos/egresos financieros)</b>	\$ 385,466,436	\$ 8,558,507,687	2120,3%
<b>Resultado neto por la puesta en vigencia del Acuerdo Integral</b>		<b>\$10.343.422.529</b>	
RAIG	\$ 385.466.436	\$ 18.901.950.216	4803,7%
Impuesto a las Ganancias	\$ -135.476.886	\$ -2.286.183.952	1587,5%
Resultado Neto	\$ 249.989.550	\$ 16.615.766.264	6546,6%
<b>Imp. Gcia / RAIG</b>	<b>35,0 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>-65,6 %</b>

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

El dato central de este balance se percibe al constatar el hecho de que habiendo tenido ingresos por \$2.240 millones, esta firma tuvo un resultado neto de \$16.615 millones; que equivale a 7,5 veces lo que percibieron por los ingresos de los peajes que tiene concesionado. Es como si por cada \$1 de peaje, esta empresa hubiera conseguido adicionalmente \$7,5 pesos de ganancia. Una verdadera *magia empresaria* si es que no tuviera un fundamento concreto y sólido, que la propia empresa expone en su balance y que muestra el efecto de la política económica, así como principalmente los intereses que de un lado y otro conviven en los dos actores centrales de esta operación.

En efecto, el tango se baila de a 2; y para que Autopistas del Sol tuviera semejante performance tuvo que tallar los efectos que están estipulados en la negociación del Acuerdo Integral entre la firma y el Estado Nacional. Acuerdo que fuera firmado el 26 de junio por la empresa y el Ministro de Transporte y posteriormente refrendada a los pocos días (el 2 de julio) por el Decreto 607/108 del Poder Ejecutivo Nacional firmado por la Vicepresidenta de la Nación (el Presidente Macri prefirió abstenerse).

La firma del Acuerdo Integral es la clave para entender la performance económica de Autopista del Sol. En ella, entre otras cuestiones<sup>2</sup>, se le reconoce a la empresa una “inversión realizada y no amortizada”, tal el eufemismo que no es otra cosa que reconocerle una supuesta deuda, por nada menos que U\$S 499 millones (monto neto del pago del impuesto a las ganancias) al que se le reconoce un interés del 8% “sobre el saldo de la inversión no amortizada durante el período de la concesión”, lo que determina que en el detalle del balance (en su nota 12) el total del Acuerdo Integral asciende a **U\$S 524.672.278** (es decir U\$S 25 millones más que lo expuesto en el punto a del acuerdo integral), donde se incorpora “otros ingresos financieros devengados”, “cobros a imputar” y “otros devengamientos”. Es notable como en esa nota 12, se toma como referencia un valor inicial de \$27,3 del tipo de cambio; y en la misma nota reconocen un rubro de “efecto de la variación del tipo de cambio” que en la práctica suponen un tipo de cambio de \$41 (el mayor de la corrida cambiaria) en donde la empresa se imputa un monto en pesos de

---

<sup>2</sup> Entre las otras cuestiones que se pacta está la extensión del plan de concesiones por 10 años más hasta el 31 de diciembre del 2030; un plan de inversiones para sostener la infraestructura de \$7.312 millones a pesos del 2016, nuevos cuadros tarifarios, etc.

\$21.537,8 mil millones. Tal es el efecto de considerar el máximo valor del tipo de cambio, que en la parte final del Balance cuando se refiere a “hechos relevantes ocurridos con posterioridad” reconocen que el tipo de cambio está a \$35,45 lo que supondría una pérdida de \$2.998,6 millones de pérdida. Sea como sea, la empresa reconoce en su Estado Patrimonial un incremento de su Activo No Corriente de \$21.537,8 mil millones en concepto de “Acuerdo de Concesión – Derecho de cobro”, lo que supone una multiplicación de 47 veces el Total de Activo (corriente y no corriente) que la firma tenía un año atrás. Tal la importancia fundamental del Acuerdo Integral para la Empresa “vendida por Macri”.

Los \$21.537,8 mil millones que el Gobierno de Cambiemos del Presidente Macri le otorga a la empresa “que vendió” el Presidente Macri, se desagregan impactando del siguiente modo en el Estado de Resultados: \$10.343,4 millones aparecen en un ítem separado que dice “Resultado Neto por la puesta en vigencia del acuerdo integral”; y otros \$7651,5 millones aparecen como “ingresos financieros operativos”, de los cuales \$7.106,8 millones tienen que ver con la diferencia de cambio que expusieramos, y otros \$544,7 millones con “otros intereses financieros” contenidos en el Acuerdo Integral. Así, estos 2 rubros no pueden compararse con el año anterior puesto que en dicho año no hay tal Acuerdo Integral. Más aún, en el balance la empresa celebra haber conseguido luego de 16 años firmar el Acuerdo Integral. Imaginamos los motivos para brindar.

Es de de este modo, que Autopista de Sol, que realiza ventas por \$2.240 millones logra una ganancia que multiplica por 7,5 veces sus ingresos, de nada menos que de \$16.615,7 millones; teniendo una expansión record de 6.546% (la más elevada por lejos de las empresas de la cúpula). Para colmo, lo que paga de impuesto a las ganancias cae estrepitosamente, ya que el efecto del acuerdo es “neto del pago del impuesto a las ganancias”. Así esta firma que en el 2017 pagó el 35%de sus resultados antes del impuesto a las ganancias (RAIG); en el 2018 sólo paga el 12%. Claro está que todo amparado bajo el marco que le da el Acuerdo Integral convenido con el Poder Ejecutivo Nacional. Como suele decir el Presidente, “acá no hay magia”, sólo el usufructúo del poder del Estado en beneficio de una empresa “vendida” por el Presidente Macri.

#### 4.b.2 Pan American Energy

La firma Pan American Energy (PAE) es la cuarta que más ventas realizó en el período, sólo superada por YPF, Tenaris y Telecom. Se trata pues, sin dudar de una de las más poderosas empresas que opera en el país, y un actor central en el estratégico mercado hidrocarbúfero doméstico.

Aún con estas condiciones, los datos del cuadro Nro 9 nos muestran que con un volumen de ventas considerable, de \$81.649 millones (que representa el 5,5% de la masa de facturación global del conjunto de empresas analizadas), el resultado neto final que se apropia la firma, casi que multiplica por 2 las ventas realizadas. En efecto gana nada menos que \$157.093 millones (que representa el 29,4% de la masa de utilidades globales de estas firmas; y ocupa el 2do lugar en el ranking que más ganan, sólo superada por YPF)

**Cuadro 10: Estados de Resultados de Pan American Energy. Enero – septiembre 2018.**

PANAMERICAN ENERGY	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 29,677,000,000	\$ 81,649,000,000	175.1%
Costos	\$ -21,918,000,000	\$ -57,712,000,000	163.3%
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 7,759,000,000	\$ 23,937,000,000	208.5%
<b>Resultado Operativo</b>	\$ 5,210,000,000	\$ 14,926,000,000	186.5%
<b>Subtotal (después de ingresos/egresos financieros)</b>	\$ -725,000,000	\$ 2,816,000,000	488.4%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 4,485,000,000	\$ 17,742,000,000	295.6%
Impuesto a las ganancias	\$ -2,847,000,000	\$ -10,027,000,000	252.2%
Operaciones discontinuas	\$ 7,393,000,000	\$ 149,378,000,000	1920.5%
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 9,031,000,000	\$ 157,093,000,000	1639.5%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

Como lo expusiéramos en el apartado anterior, la razón por la cual se logra la magia de que las ganancias finales de PAE duplican el monto de sus ventas responde al efecto que la devaluación del tipo de cambio le impacta favorablemente en su balance, ya que la cotización que la empresa apropia de sus operaciones comerciales es superior a la que

efectivamente reconoce en su balance. La brecha entre la cotización que la empresa apropia versus la que reconoce en el balance es imposible de determinar desde una lectura externa de los balances como la que aquí realizamos, pero como marco ella tiene un monto máximo que tiene que ver con la cotización previa a la corrida (cercano a los \$20) y el monto final al cual llega el tipo de cambio en el período analizado (alcanza un pico máximo de \$40)

#### 4.b.3 Central Puerto

En el caso de Central Puerto sus ganancias finales más que duplican el volumen de sus ventas. En efecto mientras los ingresos de sus actividades ordinarias reflejadas en la variable ventas fue de \$7.419 mil millones; su resultado neto final fue de \$16.850 mil millones. Ver cuadro 11

**Cuadro 11: Estados de Resultados de Central Puerto. Enero – septiembre 2018.**

CENTRAL PUERTO	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 4,021,380,000	\$ 7,419,288,000	84.5%
Costos	\$ -1,954,777,000	\$ -2,876,055,000	47.1%
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 2,066,603,000	\$ 4,543,233,000	119.8%
<b>Rdo operativo</b>	\$ 1,902,247,000	\$ <b>23,853,928,000</b>	1154.0%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 2,475,289,000	\$ 22,775,524,000	820.1%
Impuesto a las ganancias	\$ -822,262,000	\$ -6,456,817,000	685.3%
Operaciones discontinuas	\$ 426,062,000	\$ 530,489,000	24.5%
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 2,079,089,000	\$ 16,849,196,000	710.4%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

En este caso no se trata de las “operaciones discontinuas” la que explica esta situación, porque si bien está presente, a misma es de “apenas” \$530 millones. El dato central se encuentra en la “ganancia operativa” de la firma, donde en el balance aparecen dos ítems significativos: por un lado aparece “otros ingresos operativos” por un valor de \$12.152, 4 millones; y por otro un rubro que dice “Actualización e intereses créditos CVO” por un monto de \$7.958,7 millones. Este último rubro es inexistente en el año 2017; mientras que

el primero aparece pero con un monto muy menor en comparación con el 2018, apenas \$318 millones.

Son estos dos rubros lo que hacen que en el balance de Central Puerto, lo que aparecía como resultado bruto de \$4.543,2 millones (fruto de la operaciones ordinarias de la empresa), salte a un resultado operativo mayor (cuando en la práctica, luego del resultado bruto, los siguientes resultados son por definición de menor magnitud, ya que se detraen del resultado bruto); de nada menos que de \$23.853,9 mil millones

En la nota 5 del balance (Otros Ingresos y Gastos) en el apartado 5.1 (Otros ingresos operativos) queda claro que este concepto que en el 2018 es de \$12.152,4 mil millones y que en el 2017 era de apenas era de \$318,2 mil millones (lo que supone un crecimiento del 3832%) responde *también al efecto del salto en el tipo de cambio*. En efecto, en el desglose de este rubro aparece el ítem “diferencia de cambios netas” por \$10.653,6 mil millones; de los cuales \$9.599,3 mil millones corresponde a los créditos por el marco del acuerdo CVO; y el resto con los créditos bajo el marco del FONINVEMEN I y II. El resto de los componentes de este rubro también se corresponde con conceptos vinculados con estos dos acuerdos (el FONINVEMEN I y II; y el CVO), entre los que sobresalen el ítem “intereses a clientes”.

El segundo rubro importante de este balance es el que se presenta bajo el concepto de “Actualización e intereses créditos CVO” por un monto de \$7.958,7 mil millones. Este ítem está perfectamente individualizado en el balance, en su nota 7 y en la nota 1.3; donde se sostiene que en el marco del acuerdo con la Ex Secretaría de Energía “el acuerdo CVO” por medio del cual se le reconoce a la empresa una deuda por el período 2008-2011, créditos que permitirán “...la construcción de una central de ciclo combinado denominado Central Vuelta de Obligado”. A partir del 20 de marzo del 2018, Cammesa otorgó la habilitación comercial a dicha central. A partir de dicha “habilitación comercial” la sociedad cobra dicha deuda en dólares en 120 cuotas, y sostiene el balance: “...la ganancia estimada por única vez (antes del pago del impuesto a las ganancias) correspondiente a los intereses y al efectos de la actualización al 20 de marzo de 2018 de los Créditos CVO a dólares

estaounidense ascendió a aproximadamente \$7.959 millones y fue reconocida... en el rubro “Actualización e Intereses Créditos CVO”. La diferencia de cambio y los intereses devengados a partir de la fecha de habilitación comercial y hasta el 30 de septiembre de 2018 a \$9.599 millones y 580 millones respectivamente y se exponen en el rubro “Otros ingresos operativos”.

Pasando en limpio, el Estado, o más precisamente el Gobierno de Cambiemos le reconoce a esta empresa una deuda en dólares, que al momento de efectivizarse en pesos, el 20 de marzo del 2018, suponía un monto de \$7.959 millones; pero por efecto del aumento del tipo de cambio a la fecha de cierre del balance (30 de septiembre de 2018) le supone una ganancia en pesos de \$9.599 millones y de \$580 millones por intereses. En total, entre la deuda reconocida, la ganancia por la variación del tipo de cambio y los intereses, el Estado le permite a Central Puerto apropiarse de un ***total de \$18.138 millones; que supera 2,5 veces el monto de sus ingresos por ventas***. Nuevamente es el Estado el que permite en este caso, que esta firme tenga una magnitud de ganancias que supera sus ingresos por ventas.

#### ***4.b.4 Pescarmona***

Para el caso de Pescarmona, sus ventas fueron de \$600,3 millones pero sus costos superaron este volumen, fueron de \$855,9 millones; por lo que la firma presenta un resultado bruto negativo de \$255,5 millones. Sin embargo, us resultado neto final fue positivo en nada menos que \$2.516,3 millones. Este resultado neto que multiplica por 10 e invierte su signo; y que a su vez, representa 4 veces el volumen de sus ventas, se explica por dos razones: la de menor cuantía es la referida al ítem “operaciones discontinuas” que es de una magnitud similar al volumen de sus ventas, nada menos que \$594,1 millones. Sin embargo, el rubro más importante se ubica a mitad de camino entre el resultado bruto negativo y el resultado antes del pago del impuesto a las ganancias. Ahí opera los saldos positivos que la firma presentan en el ítem “Ingresos financieros” por un monto de \$3.648,1 millones al 2018; en el 2017 era de apenas \$83,2 millones. En este rubro sobresale nuevamente “***diferencias de cambios***” de ***\$3.627,7 millones*** (en el 2017 era de \$53,9



millones). Los costos financieros fueron de \$1.198,9 millones (de los cuales diferencias de cambio es de apenas \$ 171 millones). A su vez, el otro rubro importante es de “otros ingresos y gastos” por un valor de \$1.620,2 millones (en el 2017 era de apenas de \$175,6 millones). En este rubro sobresale el resultado por el acuerdo preventivo extrajudicial por las deudas por \$4.939,5 millones. Así este rubro se multiplica prácticamente por 10 respecto al 2017.

**Cuadro 12 Estados de Resultados de Pescarmona. Enero – septiembre 2018.**

PESCARMONA	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 308,235,000	\$ 600,320,000	94.8%
Costos	-\$ 566,427,000	-\$ 855,868,000	51.1%
<b>Resultado Bruto</b>	-\$ 258,192,000	-\$ 255,548,000	1.0%
<b>Subtotal 1</b>	-\$ 427,477,000	-\$ 507,595,000	-19%
<b>Subtotal 2 (fundamentalmente ingresos financieros)</b>	-\$ 43,097,000	<b>\$ 4,050,038,000</b>	9497%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	-\$ 470,583,000	\$ 3,542,443,000	852.8%
Impuesto a las ganancias	\$ 914,653,000	-\$ 1,620,250,000	277.1%
Operaciones discontinuas	\$ 15,450,000	\$ 594,128,000	3745.5%
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 459,520,000	\$ 2,516,321,000	447.6%
Tasa efectiva del impuesto a las ganancias			

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

Es un caso paradigmático. A pesar de que se encuentra con un Acuerdo Preventivo Extrajudicial, y que como tal motivo decidió modificar su denominación original por IMPSA SA, la empresa proveedora y contratista de las grandes usinas eléctricas y centrales nucleares. Está en cesación de pagos desde septiembre de 2014 en lo referente a las deudas de sus obligaciones negociables, debido al atraso que la firma tiene de” la cobranza de determinado clientes”. Un año después presentó una propuesta de reformulación de sus deudas con sus principales acreedores, los que en julio del 2016 le prestaron su consentimiento.

En este acuerdo con sus acreedores y bajo la aprobación de la Comisión Nacional de Valores la empresa pudo emitir durante el 2018 un monto de deuda por U\$S 200 millones,

con los que canjeó una deuda que arrastraba desde el 2010 por un monto de U\$S 182 millones (ver nota 15.2 del balance presentado). Ahí está la razón de las diferencias de cambio que la empresa presenta bajo el ítem de “ingresos financieros” por \$3.627,7 millones. La sociedad informa en su balance que sus deudas se han consolidados en instrumentos financieros con un dólar de cotización del 30 de septiembre del 2015; el cual se ajusta por la tasa de interés. Este evolución del dólar de la deuda de la empresa por la tasa de interés es el que queda notablemente atrasado cuando la empresa consigue un volumen de financiamiento de U\$S 182 millones; el cual convierte a pesos a un tipo de cambio de \$40 para hacer frente a un volumen de deuda cuyo tipo de cambio orilla los \$20. Así, la diferencia que aparece por \$3.627,7 millones por diferencia de cambios dentro del rubro de ingresos financieros es el que resulta de la diferencia de computar en pesos al tipo de cambio a \$20 del endeudamiento por U\$S 182 millones; y el que resulta de aplicar a ese monto un tipo de cambio a \$40. Esa diferencia aparece entonces como explicativa de ese misterio rubro de “diferencias de cambios” en el rubro de ingresos financieros de una empresa con problemas operativos importantes. Así la devaluación del tipo de cambio favorece la apropiación de una ganancia en pesos de aquellas firmas que acceden al financiamiento en dólares. Ganancia en pesos sobre la base del endeudamiento, que fragiliza aún más la posición deudora de esta firma.

#### ***4.b.5 Cresud***

Se trata de una empresa altamente diversificada con producción agropecuaria primaria a escala regional operando en Argentina, Brasil y Paraguay en el negocio de granos (sojas y cereales), en la producción ganadera (aunque ha discontinuado su producción lechera); con un desarrollo importante de actividades inmobiliarias rurales (grandes extensiones de tierra) y urbanas (es la principal accionistas de la mayoría de los shoppings de Argentina; entre ellos el Abasto, el Alto Palermo, Alto Avellaneda, Alcorta Shopping, Patio Bullrich, entre otros), con importante presencia en alquileres de edificios comerciales de primer nivel; y que es el accionista mayoritario de 3 hoteles de lujo de la Argentina (el Sheraton Libertador, el Intercontinental y el Llao Llao); a su vez cuenta con un Centro de

Operaciones en Israel, y opera en el negocio inmobiliario de Nueva York y Brasil, entre otros importantes destinos.

Esta firma presenta para los primeros 6 meses del 2018 un monto de ventas por \$2.714 millones; sin embargo su resultado neto final multiplica por 2 esta magnitud, es de \$6.797 millones. Esta ganancia superior a la venta tiene incorporado una ganancia por “operaciones discontinuas” de \$1.813 millones; sin embargo, el rubro que hace expandir a las ganancias finales por encima de la magnitud de las ventas es otra: es la referida por el ítem “resultado por participación en subsidiarias”. La misma es de una magnitud que multiplica por 3 el volumen de ventas; es de \$9.562 millones. Se trata de el rubro que más crece en este balance; un 281%.

**Cuadro 13: Estados de Resultados de Cresud. Enero – septiembre 2018.**

CRESUD	Seis Meses 2017	Seis Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 1,404,000,000	\$ 2,714,000,000	93.3%
Costos	\$ -1,077,000,000	\$ -1,483,000,000	37.7%
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 327,000,000	\$ 1,231,000,000	276.5%
<b>Ganancia operativa</b>	-\$ 241,000,000	\$ 705,000,000	392.5%
<b>Rdo por participación en subsidiarias</b>	\$ 2,511,000,000	<b>\$ 9,562,000,000</b>	281%
<b>Rdo antes de rdo financieros y de impuesto a las ganancias</b>	\$ 2,270,000,000	\$ 10,267,000,000	352%
<b>Rdo financiero</b>	-\$ 707,000,000	-\$ 5,095,000,000	621%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 1,563,000,000	\$ 5,172,000,000	230.9%
Impuesto a las ganancias	\$ 232,000,000	\$ -188,000,000	181.0%
Operaciones discontinuas	\$ 1,184,000,000	\$ 1,813,000,000	53.1%
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 2,979,000,000	\$ 6,797,000,000	128.2%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

El rubro clave de este balance es el vinculado con “los resultados por participación en subsidiarias”. Las principales subsidiarias de la firma son Brasilaagro Compañía Brasileira de Propiedades Agrícolas (donde tiene el 43% de las acciones), Agropecuarias Santa Cruz de la Sierra SA que opera en Uruguay y donde es dueña del 100% de las acciones; Helmir SA que también opera en Uruguay y donde tiene el 100% de las acciones; y las firmas subsidiarias que opera en Argentina donde sobresale por importancia IRSA SA, donde tiene el 49,60% de las acciones. Es esta firma la que explica el grueso de los resultados de

subsidiarias que explican la expansión de este rubro, ya que dicha sociedad le reporta un resultado positivo de \$6.889 millones; que explican el 72% del total de los resultados por subsidiarias que explican el crecimiento de las ganancias de esta firma por encima de su balance.

#### 4.b.6 Irsa

Esta empresa subsidiaria de Cresud también tuvo una performance notable, ejemplificada en que el volumen de sus resultados netos finales casi multiplica por 3 el volumen de su facturación. En efecto, mientras las ventas de la empresa fueron de \$5.949 millones, su resultado neto final fue de \$15.656 millones

**Cuadro 14 Estados de Resultados de IRSA. Enero – septiembre 2018.**

IRSA	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a
Ventas	\$ 4,997,162,000	\$ 5,949,206,000	19.1%
Costos	\$ -1,899,786,000	\$ -2,139,447,000	12.6%
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 3,097,376,000	\$ 3,809,759,000	23.0%
<b>Resultado Operativo</b>	\$ 5,620,866,000	<b>\$ 19,784,863,000</b>	252.0%
<b>Rdo financiero + subsidiarias</b>	-\$ 634,171,000	-\$ 3,842,334,000	505.9%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 4,986,695,000	\$ 15,942,529,000	219.7%
Impuesto a las ganancias	\$ -1,609,181,000	\$ -286,506,000	-82.2%
Operaciones discontinuas			
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 3,377,514,000	\$ 15,656,023,000	363.5%
Tasa efectiva del impuesto a las ganancias	32%	2%	

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

El rubro que explica este crecimiento se encuentra en el resultado operativo, que tiene un crecimiento del 252%, pasando a representar una magnitud de \$19.784 millones. Este rubro se explica predominantemente por el ítem “resultado neto por cambios en el valor razonable de las propiedades de inversión”, las cuales alcanzan a los \$16.690 millones. Este rubro se

explica en la nota 9 del balance donde la sociedad detalla los mecanismos de valuación de sus proyectos de inversión, entre los que están sus Centros Comerciales (que por este concepto explica el rubro en \$11.200 millones), las oficinas y otras propiedades de alquiler (aportan \$4.060 millones). A los efectos de evaluar el “valor razonable de estas propiedades de inversión” la empresa utiliza una serie de variables y supuestos, ocupando un lugar central dentro de los mismos la dolarización de los flujos de ingresos que cada inversión le genera. Así el salto del tipo de cambio en inversiones dolarizadas nuevamente vuelve a explicar la expansión en pesos de esta variable

#### **4.b.7 Consultatio**

La firma Consultatio presenta una estrepitosa caída de sus montos de ventas. Los mismos ascienden a \$1.851,5 millones; que son un 80% inferior al de un año atrás. Sin embargo su resultado neto final es más de 5 veces superior al monto de sus ventas, alcanzando nada menos que \$10.155,1 millones (que es un 116,3% superior al del 2017).

**Cuadro 15 Estados de Resultados de Autopista del Sol. Enero – septiembre 2018.**

<b>CONSULTATIO</b>	<b>Nueve Meses 2017</b>	<b>Nueve Meses 2018</b>	<b>Var. a/a</b>
Ventas	\$ 9,641,019,000	\$ 1,851,494,000	-80.8%
Costos	\$ -4,181,616,000	\$ -766,695,000	-81.7%
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 5,459,403,000	\$ 1,084,799,000	-80.1%
<b>Rdo operativo</b>	\$ 4,651,330,000	\$ 343,451,000	-92.6%
<b>*Rdo entre operativo y RAIG</b>	\$ 680,040,000	<b>\$ 5,771,232,000</b>	748.7%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 5,331,370,000	\$ 6,114,683,000	14.7%
Impuesto a las ganancias	\$ -1,490,968,000	\$ -1,378,236,000	-7.6%
Operaciones discontinuas	\$ 853,778,000	\$ 5,418,667,000	534.7%
<b>Resultado Neto (incluye a las op. Disc)</b>	\$ 4,694,180,000	\$ 10,155,114,000	116.3%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

La explicación de esta performace radica centralmente en el rubro “Resultado por valuación de propiedades de inversión” que está después del resultado operativo. Dicho ítem en el balance aparece con un monto positivo en pesos de nada menos que de \$ 4.640,4 millones;

y que multiplica por casi 15 veces los \$ 312,7 millones del año 2017. Se trata en este caso del impacto en pesos de la revaluación de propiedades para inversión y para alquiler que la firma computa como parte de sus estados de resultados. Adicionalmente y por si fuera poco, esta firma presenta un monto de “operaciones discontinuas” de nada menos que de \$ 5.418,7 millones, que supera en un 535% lo registrado por dicho rubro en el año anterior.

### c. Las empresas que pierden

El cuadro siguiente muestra que hay 15 empresas cuyo resultado neto es negativo respecto de igual período del año anterior. En términos absolutos, registran valores negativos para ambos períodos dos empresas: Petrolera del Cono Sur S.A. y los Grobo Agropecuaria S.A. A diferencia de los nueve meses de 2017, donde sólo dos empresas habían presentado resultados negativos, en el lapso enero a septiembre de 2018 presentan resultados negativos doce empresas.

**Cuadro Nº 16. Ranking de empresas según variación anual negativa del resultado neto (%)**

Empresa	Resultados ene-sep 2017	Resultados ene-sep 2018	Var. a.a. (%)
Camuzzi Gas Pampeana	\$ 902.526.344	\$ 370.268.450	-59,0%
Grupo Clarín	\$ 2.657.743.012	\$ 572.920.323	-78,4%
Petrolera del Cono Sur	\$ -97.643.688	\$ -178.215.534	-82,5%
Agrometal	\$ 60.597.768	\$ 6.401.543	-89,4%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ -515.904.000	\$ -1.007.529.000	-95,3%
Arcor	\$ 1.744.036.907	\$ -151.713.878	-108,7%
MetroGas	\$ 9.246.210.000	\$ -2.126.004.000	-123,0%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 298.561.000	\$ -120.316.000	-140,3%
Aeropuertos Argentina	\$ 1.959.790.172	\$ -1.047.428.532	-153,4%
Mirgor	\$ 636.862.000	\$ -629.899.000	-198,9%
Telecom Argentina	\$ 4.682.000.000	\$ -13.946.000.000	-397,9%
Pampa Energía	\$ 1.871.000.000	\$ -6.924.000.000	-470,1%
Mastellone Hermanos	\$ 303.869.000	\$ -2.202.892.000	-824,9%
Carsa	\$ 22.817.102	\$ -632.584.997	-2872,4%
Molinos Río de la Plata	\$ 6.174.000	\$ -1.955.329.000	-31770,4%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

La empresa que peor resultado obtiene es Molinos Río de la Plata del grupo Pérez Companc. Al analizar los estados contables se observa que confluyen varios factores. En términos económicos: la caída del consumo, y el efecto de la inflación en los costos fijos y la devaluación; que superaron el precio de venta de sus productos. En términos financieros, la rentabilidad negativa deterioró la nota de la calificación de su deuda, lo que –a su vez– eleva los costos financieros. También el grupo afronta un litigio con la AFIP por una cuantiosa deuda en concepto de impuesto a las ganancias, aún sin resolver. Por último, el grupo efectuó una reorganización societaria, por la cual deslindó las actividades industriales (que quedaron bajo la operatoria de Molinos Río de la Plata) de las actividades agropecuarias especializadas en la producción de *commodities* (que se deslindaron en Molinos Agro que presentó su primer balance con resultados altamente positivos basados en la producción de biodiesel). Resultado de todo ello, es que la empresa industrial muestra un comportamiento

Carsa es la firma dueña del 50 % de Musimundo que alcanzó en septiembre de 2018 un acuerdo con los acreedores luego de haber presentado una convocatoria. Según el acuerdo firmado, se procede a la reestructuración de la deuda de \$4.000 millones que la empresa acumuló con bancos, proveedores e inversores, lo que le permite alargar los plazos y asegurar el aprovisionamiento. El quebranto se produjo a partir de la corrida cambiaria del mes de abril y la caída de las ventas<sup>3</sup>.

Los casos de Mastellone y Arcor, junto a Molinos, evidencian la evolución general de la industria alimenticia que afronta la caída del consumo interno, los efectos de la devaluación sobre los costos y la imposibilidad de aumentar el precio de los productos en igual proporción por la caída del poder adquisitivo del salario; todo ello impacta en la pérdida de dinamismo del mercado interno. En el caso de Mastellone debe mencionarse, además, la particular crisis del sector lácteo en función del incremento en dólares de los insumos.

---

<sup>3</sup> La Nación, 3de septiembre de 2018.

El Grupo Clarín pasó de obtener \$2.657 millones en 2017 a ganar poco más de medio millón de pesos. Si bien el grupo se expande a partir de la fusión de Cablevisión y Telecom, el balance del grupo muestra una caída del resultado. Se atribuye la caída de la ganancia al incremento de los costos financieros y a la disminución de lectores que tiene el diario (perdió el 50% de los lectores en el diario impreso en los últimos diez años), y a la imposibilidad de convertir en clientes pagos a los lectores de las plataformas digitales del grupo.

#### **4. La impotencia del impuesto a las ganancias: límites para capturar las rentas cambiarias. El extraño caso de los subsidios a las empresas**

Según lo presentado en el cuadro Nro. 2, el pago del impuesto a las ganancias aparece a simple vista con un importante crecimiento en magnitud, de lo cual se desprendería el aporte que hacen estas empresas al Estado y por esta vía a la sociedad en su conjunto. En efecto, los pagos por impuesto a las ganancias se incrementaron nominalmente un 221,1% (superior al 75,9% de las ventas; e incluso superior al 129,6% en que se incrementa el resultado neto antes del pago del impuesto). De esta mayor evolución nominal del pago del impuesto, se observa que la tasa del impuesto; es decir lo que representa la magnitud pagada respecto de los resultados antes del pago de los mismos, pasó de un 30% a un 41,7% de los mismos. Situación esta última, que por estar por encima de la tasa que fija la ley, estaría indicando anticipos de ganancias que serán descontados en los próximos períodos.

Sin embargo, la importancia y el crecimiento de los pagos del impuesto a las ganancias *son sólo apariencias*. Ellas no capturan nada del ítem más dinámico de este período, aquel que se refleja en el rubro “operaciones discontinuas” que como señaláramos refleja el impacto del salto del tipo de cambio sobre los ingresos dolarizados de las firmas. En efecto, al comparar lo que pagan de impuesto a las ganancias con el total del resultado neto final que incorpora a las operaciones discontinuas; el impuesto a las ganancias pasa a ser del 27% en el 2017 y se derrumba a apenas el 17,6% en el 2018.



Esta situación global se deja captar bien en la presentación del cuadro 17, donde presentamos a las empresas del panel según presenten o no “operaciones discontinuas”.

**Cuadro 17: Empresas según presenten operaciones discontinuas. Variables seleccionadas. 9 meses 2018.**

Variables	Sin Operaciones Discontinuas	con Operaciones Discontinuas	Total Empresa
RAIG	\$ 144.414.382.878	\$ 81.347.566.692	\$ 225.761.949.570
IG	\$ -34.146.712.124	\$ -60.026.470.690	\$ -94.173.182.814
<b>IG / RAIG</b>	<b>23,6%</b>	<b>73,8%</b>	<b>41,7%</b>
Op Disc	0	\$ 403.160.662.599	\$ 403.160.662.599
Result Neto Final	\$ 110.267.670.755	\$ 424.481.758.601	\$ 534.749.429.356
<b>IG / R.N.F</b>	<b>31,0%</b>	<b>14,1%</b>	<b>17,6%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

Aquellas empresas que no tienen operaciones discontinuas, presentan un resultado antes del pago del impuesto a las ganancias de \$144.414,4 millones; de los cuales pagan por el impuesto a las ganancias \$34.146,7 millones; que representan el 23,6% del resultado antes del pago del impuesto (por debajo incluso del porcentaje del 30% a que dio lugar la reciente reforma impositiva). Para el caso de las empresas con operaciones discontinuas el pago del impuesto a las ganancias equivale al 73,8% del resultado antes del pago del impuesto (habrá que ver como se presentan los balances posteriores para ver el efecto sobre la captación futura de este impuesto en estas empresas. Sin embargo, el cambio sustantivo se observa al incorporar la ganancia de las “operaciones discontinuas” que en las empresas que lo presentan aparece debajo del pago del impuesto (es decir, no pagan impuesto a las ganancias, al menos en este período). Así las cosas, estas empresas que tenían un resultado antes del pago del impuesto de \$81.347,6 millones pasan a tener un resultado final de nada menos que de \$424.481,7 millones (multiplicando por 5 el resultado ante del pago del impuesto). Así comparando los que estas empresas pagan por el impuesto a las ganancias \$60.026 millones resulta que sólo representa el 14,1% del resultado neto final que apropian; mientras que para las otras empresas sin este ítem representa el 31% y considerando el total de las empresas el 17,6%.

Como hemos señalado son 23 de las 53 empresas las que presentan “operaciones discontinuas”, pero aún de estas 23 ni siquiera todas pagan impuesto a las ganancias. Hemos detectado 11 de estas firmas que no pagan siquiera un peso por impuesto a las ganancias. Las dejamos momentáneamente de lado, para concentrarnos en aquellas 12 firmas que teniendo “operaciones discontinuas” por efecto del salto cambio, pagan impuesto a las ganancias; y queremos analizar la magnitud de estos pagos. Las presentamos en el cuadro 18.

**Cuadro 18: Empresas con operaciones discontinuas. Variables seleccionadas. 9 meses 2018.**

	EMPRESA	R.A.I.G	Imp a las Gcias	IG / RAIG	Operaciones Discontinuas	Resultado neto final	IG / RNF
1	Cresud	5.172.000.000	(188.000.000)	3,6%	1.813.000.000	6.797.000.000	2,8%
2	Siderar (Ternium)	7.165.324.000	(1.140.659.000)	15,9%	29.183.097.000	35.207.762.000	3,2%
3	Ben ito Roggio e Hijos	501.654.585	(140.257.631)	28,0%	2.132.735.982	2.494.132.936	5,6%
4	New San	349.086.240	(89.912.559)	25,8%	1.197.178.803	1.456.352.484	6,2%
5	Pan Amer. Energy LLC	17.742.000.000	(10.027.000.000)	56,5%	149.378.000.000	157.093.000.000	6,4%
6	Solvay Indupa	1.105.801.000	(202.616.000)	18,3%	685.911.000	1.589.096.000	12,8%
7	Consultatio	6.114.683.000	(1.378.236.000)	22,5%	5.418.667.000	10.155.114.000	13,6%
	<b>TOTAL</b>	<b>149.966.198.659</b>	<b>(81.105.055.156)</b>	<b>54,1%</b>	<b>381.627.939.433</b>	<b>450.489.082.936</b>	<b>18,0%</b>
8	Esso	1.585.000.000	(480.000.000)	30,3%	1.029.000.000	2.134.000.000	22,5%
9	YPF	77.699.000.000	(56.998.000.000)	73,4%	189.389.000.000	210.090.000.000	27,1%
10	Central Puerto	22.775.524.000	(6.456.817.000)	28,3%	530.489.000	16.849.196.000	38,3%
11	Aluar	6.213.682.834	(2.383.306.966)	38,4%	276.732.648	4.107.108.516	58,0%
12	Ind. Metal. Pescarmona	3.542.443.000	(1.620.250.000)	45,7%	594.128.000	2.516.321.000	64,4%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

Como se observa, de las 12 empresas que tienen operaciones discontinuas fruto de la devaluación, el pago del impuesto a las ganancias representa apenas el 18% del resultado final que apropian. En este ranking, sobresale los casos de Cresud y Siderar que apenas pagan el 2,8% y el 3,2% de lo que apropian como resultado final de sus operaciones. También son notables los casos de Benito Roggio y Pan American Energy que sólo pagan en el 5,5% y el 6,2% respectivamente. La empresa más importante del panel, YPF aporta tan sólo el 27,1% de sus resultados finales.

En el otro extremo están las 11 empresas que aún que tuvieron operaciones discontinuas no pagan impuesto a las ganancias, debido fundamentalmente a que sus resultados antes del pago del impuesto es negativo. En ese marco, en lugar de no pagar, estas empresas reciben ingresos en concepto del impuesto a las ganancias. Un análisis en profundidad sobre esta situación excede los propósitos de este trabajo, simplemente anotar que el Estado, sea por la mecánica que sea, por regímenes de promoción, por devolución de pagos realizados, por fallos judiciales (como el fallo Candy donde la Corte Suprema en el 2009 aprobó el ajuste por inflación desde el año 2002 y que algunas empresas se amparan en dicho fallo; situación que no es ajena a la reciente disposición del gobierno de permitir el ajuste por inflación para los períodos sucesivos), en lugar de recibir recursos de las firmas, le otorga compensaciones en el impuesto, en lo que verdaderamente puede considerarse un subsidio a las mismas. En el cuadro 19 presentamos el listado de las 11 empresas que teniendo operaciones discontinuas no pagan impuesto a las ganancias, sino que reciben compensaciones del Estado por dicho concepto. Reciben por lo tanto ***beneficios estatales por partida doble***: por un lado, reciben beneficios por la devaluación que se presentan en el rubro de operaciones discontinuas; y por otro, reciben compensaciones por el impuesto a las ganancias

Del cuadro 19 se percibe que 4 de las 11 empresas que tuvieron pérdidas por su operatoria habitual, por efecto de este doble beneficio, logran presentar resultados netos finales positivos: tales son los casos de Petoquímica Comodoro Rivadavia (que de tener pérdidas por \$2.048 millones, pasa a tener un resultado neto final de \$1.344,5 millones); también es el caso de Celulosa y Ledesma; ambas con una pérdida de \$1.600 millones; y que por efecto de estos dos beneficios que el Estado les brinda pasan a tener un resultado neto final de \$678 millones para Celulosa y \$277 millones para Ledesma. El otro caso es Agrometal, esta firma a diferencia de las otras de este grupo tiene un resultado antes del pago del impuesto positivo en \$8,3 millones, y en lugar de pagar ganancias, recibe una compensación casi equivalente a dicho resultado (\$7,1 millones). Es esta empresa también la única que tiene un resultado negativo en sus operaciones discontinuas, de casi e mismo monto que el de su resultado positivo antes del pago del impuesto (\$8,9 millones).

Las otras empresas, a pesar del doble beneficio que perciben, ellos no son suficientes para revertir el mal resultado económico que presentan. Tal es el caso de Telecom Arg que a pesar de recibir una compensación en el pago del impuesto a las ganancias por \$8.605 millones y haber apropiado \$4.594 millones por “operaciones discontinuas”, ellas no son suficientes para revertir sus pérdidas de \$27.145 millones. La misma situación se presenta para Pampa Energía, Arcor, Molinos Río de la Plata, Los Grobo Agropecuaria, Metrogas, Mastellones, etc.

**Cuadro 19: Empresas según presenten operaciones discontinuas y pérdidas. Variables seleccionadas. 9 meses 2018.**

	<i>EMPRESA</i>	<i>R.A.I.G</i>	<i>Imp a las Gcias</i>	<i>Operaciones Discontinuas</i>	<i>Resultado neto final</i>
4	Petroq. Comodoro Rivadavia	-2.048.263.000	354.439.000	3.038.346.000	1.344.522.000
3	Celulosa	-1.629.121.000	408.251.000	1.898.959.000	678.089.000
1	Ledesma	-1.618.633.000	526.711.000	1.369.053.000	277.131.000
2	Agrometal	8.277.306	7.102.396	-8.978.159	6.401.543
11	Arcor	-7.693.919.273	1.446.622.070	6.095.583.325	-151.713.878
9	Los Grobo Agropecuaria S.A.	-2.552.514.000	625.999.000	918.986.000	-1.007.529.000
6	Molinos Río de la Plata	-2.835.415.000	768.971.000	111.115.000	-1.955.329.000
7	MetroGas	-3.379.625.000	969.904.000	283.717.000	-2.126.004.000
5	Mastellone Hermanos	-3.124.419.000	674.585.000	246.942.000	-2.202.892.000
10	Pampa Energía	-16.600.000.000	6.691.000.000	2.985.000.000	-6.924.000.000
8	Telecom Arg.	-27.145.000.000	8.605.000.000	4.594.000.000	-13.946.000.000
<b>TOTAL</b>		<b>-68.618.631.967</b>	<b>21.078.584.466</b>	<b>21.532.723.166</b>	<b>-26.007.324.335</b>

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

En el cuadro N° 20 se encuentra el detalle de las empresas que recibieron compensación económica vía Impuesto a las Ganancias y la relación que esto tiene sobre el resultado neto en 2018. Puede observarse que del total de estas empresas, frente a una pérdida del ejercicio de \$49.459 millones; las compensaciones por el impuesto a las ganancias fue de \$21.761 millones, es decir el 44% de las pérdidas del período de estas firmas. Es decir, el Estado subsidia en un 44% las pérdidas de estas firmas, en el exacto sentido de que sin dichas compensaciones estas empresas tendrían pérdidas un 44% superior a la que

presentan. Sobresalen los casos de Quickfood y Pampa energía donde la compensación alcanza al 82,3% y al 67,5% de sus pérdidas.

**Cuadro Nº 20: Compensación económica vía impuesto a las ganancias y resultado neto**

**Dato absoluto (en pesos) e incidencia (en %). Enero-septiembre de 2018.**

Ranking Empresa		Sector	Subsidio vía Impuesto a las ganancias	Resultado Neto	IG/RN 9 m 2018
			9 m 2018		
1	Petrolera del Cono Sur	Petróleo y derivados	\$ 0	-\$ 178.215.534	0,0%
2	Agrometal	Metalmecánica	\$ 7.102.396	\$ 15.379.702	46,2%
3	Quickfood	Alimentos y Bebidas	\$ 50.343.000	-\$ 61.144.000	82,3%
4	Carsa	Comercio	\$ 170.205.931	-\$ 632.584.997	26,9%
5	Petroq. Comodoro Rivadavia	Construcción	\$ 354.439.000	-\$ 1.693.824.000	20,9%
6	Celulosa	Industria Papelera	\$ 408.251.000	-\$ 1.220.870.000	33,4%
7	Aeropuertos Argent.	Transporte	\$ 462.125.061	-\$ 1.047.428.532	44,1%
8	Ledesma	Alimentos y Bebidas	\$ 526.711.000	-\$ 1.091.922.000	48,2%
9	Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agropecuario	\$ 625.999.000	-\$ 1.926.515.000	32,5%
10	Mastellone Hermanos	Alimentos y Bebidas	\$ 674.585.000	-\$ 2.449.834.000	27,5%
11	Molinos Río de la Plata	Alimentos y Bebidas	\$ 768.971.000	-\$ 2.066.444.000	37,2%
12	MetroGas	Energía, Gas y Agua	\$ 969.904.000	-\$ 2.409.721.000	40,2%
13	Arcor	Alimentos y Bebidas	\$ 1.446.622.070	-\$ 6.247.297.203	23,2%
14	Pampa Energía	Energía, Gas y Agua	\$ 6.691.000.000	-\$ 9.909.000.000	67,5%
15	Telecom Argentina	Telecomunicaciones	\$ 8.605.000.000	-\$ 18.540.000.000	46,4%
<b>Total empresas que recibieron compensación vía IG</b>			<b>\$ 21.761.258.458</b>	<b>-\$ 49.459.420.564</b>	<b>44,0%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables trimestrales de las empresas seleccionadas. Enero a septiembre 2018.*

Para finalizar este apartado presentamos en el cuadro 21 el listado de las empresas que en los 3 años de la gestión de Cambiemos, en algún momento no pagaron impuestos a las ganancias. Se trata de 27 firmas. De este cuadro puede desprenderse 3 grupos de empresas, a saber:

- a) Aquella empresas que en los 3 años de Cambiemos, **nunca pagaron un peso por el impuesto a las ganancias**: Aquí aparecen 4 empresas: Los Grobo Agropecuarias, Quickfood, Celulosa, Pampa Energía y Petrolera del Cono Sur
- b) Aquellas que en 2 de los 3 años no pagaron impuesto a las ganancias: se trata de 8 empresas, e incluye a YPF, Molinos Río de la Plata, Mastellone, Ledesma, Edenor, Edesur, Metrogas y el Banco Hipotecario.

- c) Aquellas que por lo menos en 1 período no pagó el impuesto a las ganancias: se trata del grupo más numeroso, 14 empresas, entre las que están: Esso, Arcor, Pescarmona, Camuzzi Gas Pampeana, IRSA, Aeropuertos Argentina, Telecom, Carsa, Endesa, Petroquímica Comodoro Rivadavia, etc.

**Cuadro Nº 21: Compensación económica vía impuesto a las ganancias y resultado neto**  
**Dato absoluto. 2016 – 2018.**

Empresa	Sector	Impuesto a las ganancias					
		Anual 2016	Anual 2017		Nueve Meses 2018		
1	YPF	Petróleo y derivados	\$ 1.425.000.000	\$ 3.969.000.000	178,5%	\$ -56.998.000.000	-1536,1%
2	Esso	Petróleo y derivados	\$ -1.196.000.000	\$ 467.000.000	-139,0%	\$ -480.000.000	-202,8%
3	Pan Amer. Energy LLC	Petróleo y derivados	Sin datos disponibles		-	\$ -10.027.000.000	-
4	Petrolera del Cono Sur	Petróleo y derivados	No pagó IG		-	\$ -	-
5	Agrometal	Metalmeccánica	\$ -29.509.385	\$ -31.254.996	5,9%	\$ 7.102.396	-122,7%
6	Ind. Metal. Pescarmona	Metalmeccánica	\$ -37.792.000	\$ 909.426.000	-2506,4%	\$ -1.620.250.000	-278,2%
7	Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agropecuario	\$ 247.751.000	\$ 181.512.000	-26,7%	\$ 625.999.000	244,9%
8	Arcor	Alimentos y Bebidas	\$ -838.821.892	\$ -542.983.065	-35,3%	\$ 1.446.622.070	-366,4%
9	Molinos Río de la Plata	Alimentos y Bebidas	\$ -152.288.000	\$ 278.664.000	-283,0%	\$ 768.971.000	175,9%
10	Mastellone Hermanos	Alimentos y Bebidas	\$ 127.006.000	\$ -87.864.000	-169,2%	\$ 674.585.000	-867,8%
11	Quickfood	Alimentos y Bebidas	\$ 162.357.000	\$ 80.941.000	-50,1%	\$ 50.343.000	-37,8%
12	Ledesma	Alimentos y Bebidas	\$ -24.877.000	\$ 78.565.000	-415,8%	\$ 526.711.000	570,4%
13	Aeropuertos Argent.	Transporte	\$ -1.199.184.381	\$ -1.110.353.710	-7,4%	\$ 462.125.061	-141,6%
14	Telecom Arg.	Telecomunicaciones	\$ -1.594.000.000	\$ -3.902.000.000	144,8%	\$ 8.605.000.000	-320,5%
15	Celulosa	Industria Papelera	\$ 150.475.000	\$ 149.316.000	-0,8%	\$ 408.251.000	173,4%
16	Tenaris	Siderurgia	Sin datos disponibles		-	\$ -9.444.315.828	-
17	Pampa Energía	Energía, Gas y Agua	\$ 9.000.000	\$ 3.000.000	-66,7%	\$ 6.691.000.000	222933,3%
18	Edenor	Energía, Gas y Agua	\$ 743.062.000	\$ 441.150.000	-40,6%	\$ -966.432.000	-319,1%
20	Edesur	Energía, Gas y Agua	\$ 109.733.000	\$ 387.589.000	253,2%	\$ -246.375.000	-163,6%
21	MetroGas	Energía, Gas y Agua	No pagó IG	\$ -3.173.328.000		\$ 969.904.000	-130,6%
22	Endesa Costanera	Energía, Gas y Agua	\$ -24.961.680	\$ 133.842.089	-636,2%	\$ -99.268.683	-174,2%
23	Camuzzi Gas Pampeana	Energía, Gas y Agua	\$ 111.439.219	\$ -408.870.530	-466,9%	\$ -156.353.633	-61,8%
24	Petroq. Comodoro Rivadavia	Construcción	\$ -420.080.000	\$ -187.951.000	-55,3%	\$ 354.439.000	-288,6%
25	Bco Hipotecario	Financiero	No pagó IG		-	\$ -598.451.000	-
26	Irsa	Inmobiliaria	\$ -4.978.163.000	\$ 1.196.079.000	-124,0%	\$ -286.506.000	-124,0%
27	Carsa	Comercio	\$ -24.364.538	\$ -11.312.545	-53,6%	\$ 170.205.931	-1604,6%

Fuente: Elaboración propia en base al balance de la empresa

## 5. Las diferencias entre el sector productivo y el financiero

Si analizamos la evolución de las variables económicas del “sector financiero” con respecto al “resto de las actividades productivas”, se observa que las ventas del primero crecieron 54%, mientras que las de las empresas productivas aumentaron 81,6%. En cuanto a los costos, en el sector financiero se incrementan un 92,7%, mientras que en el sector productivo son 73,3% superiores. En línea con esta evolución, el resultado bruto del primero crece un 33,5%, mientras que en el segundo aumenta 105% (Cuadro 22). *Claramente son las empresas productivas las más beneficiadas en materia de precios, costos y márgenes.*

El crecimiento del saldo previo al impuesto a las ganancias fue importante, se refleja muy fuertemente en el sector productivo, impactando en menor medida en el sector financiero. Así, el resultado antes del impuesto a las ganancias del sector productivo fue un 192% superior a los nueve meses de 2017, mientras que el sector financiero evolucionó positivamente un 46,6%. Nuevamente aquí es el sector productivo el que parece operar en mejores condiciones en lo atinente a la racionalización interna de sus cadenas comerciales y de su estructura administrativa, así como a la operatoria especuladora de activos financieros.

También subrayamos la importancia del crecimiento del ingreso estatal vía el aumento del monto pagado por impuesto a las ganancias, pero esto también se constata en las empresas productivas. La evolución positiva fue casi del 192%, vs 46,6% en el caso del sector financiero. A simple vista pareciera como que las empresas productivas pagan más por ganancias que las financieras (46,4% vs 29,5%). Pero como hemos visto, las operaciones discontinuas, que son la *vedette* de estos balances se concentran exclusivamente en las empresas productivas. Así, considerando este efecto, el pago del impuesto a las ganancias pasa a ser de apenas el 15,4% para las empresas productivas.

**Cuadro Nº22. Principales resultados de la cúpula empresarial argentina. Sector financiero y sector productivo. Datos absolutos de enero-septiembre 2017 y 2018 y variación interanual**

Total Cúpula 52	Sectores	Nueve Meses 2017	Nueve Meses 2018	Var. a/a.
Ventas	S. Financiero	\$ 175,986,737,000	\$ 271,171,732,000	54.1%
	S. Productivo	\$ 669,641,906,168	\$ 1,216,251,204,443	81.6%
	<b>Total</b>	<b>\$ 845,628,643,168</b>	<b>\$ 1,487,422,936,443</b>	<b>75.9%</b>
Costos	S. Financiero	\$ -61,219,799,000	\$ -117,994,776,000	92.7%
	S. Productivo	\$ -493,426,201,750	\$ -854,933,827,647	73.3%
	<b>Total</b>	<b>\$ -554,646,000,750</b>	<b>\$ -972,928,603,647</b>	<b>75.4%</b>
Resultado Bruto	S. Financiero	\$ 114,766,938,000	\$ 153,176,956,000	33.5%
	S. Productivo	\$ 176,215,704,419	\$ 361,317,376,796	105.0%
	<b>Total</b>	<b>\$ 290,982,642,419</b>	<b>\$ 514,494,332,796</b>	<b>76.8%</b>
Resultado antes del impuesto a las ganancias	S. Financiero	\$ 42,471,360,000	\$ 62,248,248,000	46.6%
	S. Productivo	\$ 55,854,863,341	\$ 163,513,701,570	192.7%
	<b>Total</b>	<b>\$ 98,326,223,341</b>	<b>\$ 225,761,949,570</b>	<b>129.6%</b>
Impuesto a las ganancias	S. Financiero	\$ -14,307,161,000	\$ -18,344,525,000	28.2%
	S. Productivo	\$ -15,016,997,063	\$ -75,828,657,814	404.95%
	<b>Total</b>	<b>\$ -29,324,158,063</b>	<b>\$ -94,173,182,814</b>	<b>221.1%</b>
Impuesto a las ganancias/resultado antes del pago del impuesto	S. Financiero	33.7%	29.5%	
	S. Productivo	26.9%	46.4%	
	<b>Total</b>	<b>29.8%</b>	<b>41.7%</b>	
Operaciones Discontinuas	S. Financiero	-	-	-
	S. Productivo	\$ 39,336,008,901	\$ 403,160,662,599	924.9%
	<b>Total</b>	<b>\$ 39,336,008,901</b>	<b>\$ 403,160,662,599</b>	<b>924.9%</b>
Resultado Neto	S. Financiero	\$ 28,164,199,000	\$ 43,903,723,000	55.9%
	S. Productivo	\$ 80,173,875,179	\$ 490,845,706,356	512.2%
	<b>Total</b>	<b>\$ 108,338,074,179</b>	<b>\$ 534,749,429,356</b>	<b>393.59%</b>
Impuesto a las ganancias / resultado neto	S. Financiero	50.8%	41.8%	
	S. Productivo	18.7%	15.4%	
	<b>Total</b>	<b>27.1%</b>	<b>17.6%</b>	

*Nota: El resultado neto incluye las operaciones discontinuas que afectan preferentemente al sector productivo.*

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas, enero a septiembre de 2017 y enero a septiembre de 2018.*



ANEXO 1

<i>Empresa</i>		<i>Ventas</i>			<i>Resultado Neto (incluye operaciones discontinuadas)</i>		
		<i>Nueve Meses 2017</i>	<i>Nueve Meses 2018</i>	<i>Var. a/a</i>	<i>Nueve Meses 2017</i>	<i>Nueve Meses 2018</i>	<i>Var. a/a</i>
1	YPF	\$ 183.199.000.000	\$ 290.045.000.000	58,3%	\$ 12.294.000.000	\$ 210.090.000.000	1608,9%
2	Esso	\$ 34.463.000.000	\$ 15.531.000.000	-54,9%	\$ 1.590.000.000	\$ 2.134.000.000	34,2%
3	Pan Amer. Energy LLC	\$ 29.677.000.000	\$ 81.649.000.000	175,1%	\$ 9.031.000.000	\$ 157.093.000.000	1639,5%
4	Petrolera del Cono Sur	\$ 440.690.244	\$ 166.508.303	-62,2%	\$ - 97.643.688	\$ - 178.215.534	-82,5%
5	Agrometal	\$ 595.684.421	\$ 579.615.109	-2,7%	\$ 60.597.768	\$ 6.401.543	-89,4%
6	Ind. Metal. Pescarmona	\$ 308.235.000	\$ 600.320.000	94,8%	\$ 459.520.000	\$ 2.516.321.000	447,6%
7	Cresud	\$ 1.404.000.000	\$ 2.714.000.000	93,3%	\$ 2.979.000.000	\$ 6.797.000.000	128,2%
8	Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ 7.637.627.000	\$ 9.205.296.000	20,5%	\$ - 515.904.000	\$ -1.007.529.000	-95,3%
9	Arcor	\$ 35.494.908.115	\$ 50.036.600.442	41,0%	\$ 1.744.036.907	\$ - 151.713.878	-108,7%
10	Molinos Río de la Plata	\$ 9.247.366.000	\$ 12.820.398.000	38,6%	\$ 6.174.000	\$ -1.955.329.000	-31770,4%
11	Mastellone Hermanos	\$ 16.554.615.000	\$ 19.807.294.000	19,6%	\$ 303.869.000	\$ -2.202.892.000	-824,9%
12	Quickfood	\$ 4.266.861.000	\$ 5.638.461.000	32,1%	\$ - 400.038.000	\$ - 61.144.000	84,7%
13	Ledesma	\$ 11.119.732.000	\$ 10.805.895.000	-2,8%	\$ - 122.301.000	\$ 277.131.000	326,6%
14	Aeropuertos Argent.	\$ 11.797.983.723	\$ 17.640.690.950	49,5%	\$ 1.959.790.172	\$ -1.047.428.532	-153,4%
15	Autopistas del Sol	\$ 1.680.300.047	\$ 9.891.914.742	488,7%	\$ 249.989.550	\$ 16.615.766.264	6546,6%
16	Telecom Arg.	\$ 29.778.000.000	\$ 99.494.000.000	234,1%	\$ 4.682.000.000	\$ -13.946.000.000	-397,9%
17	Grupo Clarín	\$ 10.041.080.306	\$ 11.171.489.803	11,3%	\$ 2.657.743.012	\$ 572.920.323	-78,4%
18	Celulosa	\$ 4.300.544.000	\$ 5.147.531.000	19,7%	\$ 145.065.000	\$ 678.089.000	367,4%
20	Tenaris	\$ 64.070.574.860	\$ 227.124.362.984	254,5%	\$ 6.480.871.544	\$ 26.535.210.345	309,4%
21	Aluar	\$ 14.604.656.899	\$ 24.048.546.993	64,7%	\$ 1.940.621.541	\$ 4.107.108.516	111,6%
22	Siderar (Ternium)	\$ 27.378.943.000	\$ 43.285.022.000	58,1%	\$ 6.647.938.000	\$ 35.207.762.000	429,6%

23	Pampa Energía	\$ 11.681.000.000	\$ 29.536.000.000	152,9%	\$ 1.871.000.000	\$ -6.924.000.000	-470,1%
24	Edenor	\$ 17.576.384.000	\$ 34.726.613.000	97,6%	\$ 659.950.000	\$ 2.100.639.000	218,3%
25	Edesur	\$ 14.282.951.000	\$ 27.249.924.000	90,8%	\$ - 882.651.000	\$ 472.971.000	153,6%
26	Transp. Gas del Sur	\$ 10.657.000.000	\$ 24.359.000.000	128,6%	\$ 2.483.000.000	\$ 5.354.000.000	115,6%
27	Central Puerto	\$ 4.021.380.000	\$ 7.419.288.000	84,5%	\$ 2.079.089.000	\$ 16.849.196.000	710,4%
28	MetroGas	\$ 9.598.296.000	\$ 19.672.022.000	105,0%	\$ 9.246.210.000	\$ -2.126.004.000	-123,0%
29	Endesa Costanera	\$ 1.749.293.543	\$ 3.044.721.632	74,1%	\$ - 24.659.949	\$ 234.285.413	1050,1%
30	Camuzzi Gas Pampeana	\$ 5.087.203.251	\$ 12.088.353.868	137,6%	\$ 902.526.344	\$ 370.268.450	-59,0%
31	Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 3.806.112.000	\$ 7.637.130.000	100,7%	\$ 415.105.000	\$ 1.344.522.000	223,9%
32	Holcim (Juan Minetti)	\$ 5.247.290.800	\$ 7.518.611.784	43,3%	\$ 726.937.275	\$ 903.127.023	24,2%
33	Benito Roggio e Hijos	\$ 3.170.987.661	\$ 5.424.067.254	71,1%	\$ 267.994.352	\$ 2.494.132.936	830,7%
34	Caputo	\$ 1.697.643.000	\$ 2.132.976.000	25,6%	\$ 180.455.000	\$ 218.325.000	21,0%
35	Banco Suppervielle	\$ 12.130.696.000	\$ 19.718.081.000	62,5%	\$ 828.242.000	\$ 1.138.509.000	37,5%
36	Bco Hipotecario	\$ 10.239.714.000	\$ 13.968.956.000	36,4%	\$ 1.081.013.000	\$ 1.566.896.000	44,9%
37	Tarjeta Naranja	\$ 9.961.361.000	\$ 16.235.441.000	63,0%	\$ 1.726.359.000	\$ 2.139.859.000	24,0%
38	Banco Comafi	\$ 3.447.299.000	\$ 5.933.242.000	72,1%	\$ 323.892.000	\$ 390.007.000	20,4%
39	Bco ICBC	\$ 2.765.463.000	\$ 4.205.906.000	52,1%	\$ 490.567.000	\$ 737.786.000	50,4%
40	Bco Patagonia	\$ 12.003.334.000	\$ 18.022.921.000	50,1%	\$ 2.571.503.000	\$ 3.487.415.000	35,6%
41	Banco ITaú Argentina	\$ 3.404.125.000	\$ 6.210.693.000	82,4%	\$ 592.361.000	\$ 1.096.747.000	85,1%
42	HSBC Bank Argentina	\$ 7.482.431.000	\$ 10.894.832.000	45,6%	\$ 875.796.000	\$ 1.789.512.000	104,3%
43	Bco Santander Río	\$ 27.710.263.000	\$ 47.368.024.000	70,9%	\$ 3.626.537.000	\$ 6.977.708.000	92,4%
44	Bco Galicia	\$ 37.313.241.000	\$ 42.791.955.000	14,7%	\$ 5.906.786.000	\$ 7.278.210.000	23,2%
45	Bco Macro	\$ 28.988.256.000	\$ 47.943.511.000	65,4%	\$ 7.019.889.000	\$ 10.533.540.000	50,1%
46	Bco Francés	\$ 20.540.554.000	\$ 37.878.170.000	84,4%	\$ 3.121.254.000	\$ 6.767.534.000	116,8%
47	Solvay Indupa	\$ 8.056.737.000	\$ 12.586.912.000	56,2%	\$ 587.225.000	\$ 1.589.096.000	170,6%
48	Irsa	\$ 4.997.162.000	\$ 5.949.206.000	19,1%	\$ 3.377.514.000	\$ 15.656.023.000	363,5%
49	Consultatio	\$ 9.641.019.000	\$ 1.851.494.000	-80,8%	\$ 4.694.180.000	\$ 10.155.114.000	116,3%
50	Carsa	\$ 6.612.249.369	\$ 7.490.633.125	13,3%	\$ 22.817.102	\$ - 632.584.997	-2872,4%
51	Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 30.618.706.000	\$ 36.908.510.000	20,5%	\$ 298.561.000	\$ - 120.316.000	-140,3%
52	Mirgor	\$ 14.477.338.000	\$ 19.828.107.000	37,0%	\$ 636.862.000	\$ -	-198,9%

						629.899.000	
53	New San	\$ 8.602.351.929	\$ 13.424.688.454	56,1%	\$ 535.430.249	\$ 1.456.352.484	172,0%
<b>Total 52 empresas</b>		<b>\$ 845.628.643.168</b>	<b>\$ 1.487.422.936.443</b>	<b>75,9%</b>	<b>\$ 108.338.074.179</b>	<b>\$ 534.749.429.356</b>	<b>393,6%</b>

---