



# **MÉTODOS RESIDUALES DE PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y SU APLICACIÓN BAJO EL ARTÍCULO 41E DE LA LEY DE LA RENTA**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN TRIBUTACIÓN**

**Alumno: Gerardo Perez-Cotapos Marin**

**Profesor Guía: Claudia Salcedo**

**José Santibáñez**

**Santiago, Abril de 2014**

Dedicado a mi esposa y a mis hijos por su constante apoyo en los momentos de  
ausencia

## TABLA DE CONTENIDOS

<u>CAPÍTULO</u>	<u>PÁGINA</u>
<b>1 INTRODUCCION GENERAL.....</b>	<b>1</b>
<b>2 INTRODUCCIÓN A LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA.....</b>	<b>7</b>
2.1 PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y LA GESTIÓN CONTABLE .....	8
2.1.1 Coordinación .....	9
2.1.2 Evaluación de la Gestión.....	10
2.2 PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y LA GESTIÓN ESTRATÉGICA	10
2.2.1 Implementación Estratégica Divisional con Precios de Transferencia .....	11
2.3 RESTRICCIONES EXTERNAS .....	12
2.4 CONSIDERACIONES GUBERNAMENTALES .....	16
2.4.1 Globalización y Competencia Tributaria.....	17
<b>3 MÉTODOS DE PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y SU APLICACIÓN AL CASO DE CHILE.....</b>	<b>18</b>
3.1 DEFINICIÓN DE PRECIO DE TRANSFERENCIA.....	18
3.2 LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA EN CHILE .....	24
3.2.1 Normas de Relación y Presunciones de Relación .....	26
3.2.2 Limitaciones al Artículo 38 de Ley de Impuesto a la Renta.....	31
3.3 MÉTODOS TRADICIONALES DE PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y SU COMPARACIÓN CON EL ARTÍCULO 41 E DE LA LEY DE LA RENTA CHILENA.....	33
3.3.1 Método de Precio Comparable no Controlado (CUP por su sigla en Inglés) .....	34
3.3.2 Método de Precio de reventa (RPM por su sigla en inglés) .....	36
3.3.3 Método del Costo más Margen (Cost Plus en Inglés) .....	38
3.3.4 Método De División de Utilidades .....	41
3.3.5 Método Transaccional de Márgenes Netos (TNMM por su sigla en inglés).....	42

3.3.6	Métodos Residuales de Precios de Transferencia .....	48
3.4	MÉTODOS RESIDUALES DE PRECIOS DE TRANSFERENCIA ...	49
3.4.1	Método Modificado del Precio Comparable No Controlado (MCUP)	49
3.4.2	Patrones Numéricos.....	50
3.4.3	Método del Retorno Requerido .....	51
3.4.4	Modelos Simplificados de División de Utilidades y Joint Ventures...	59
3.4.5	Método del Flujo de Caja Descontado .....	60
3.4.6	Método de Valoración por Aplicación de Múltiplos de compañías comparables.....	72
<b>4</b>	<b>APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS RESIDUALES DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADO Y DE MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES A UNA EMPRESA CHILENA.....</b>	<b>84</b>
4.1	IDENTIFICACIÓN DEL ÁMBITO DE ACCIÓN.....	84
4.2	IDENTIFICACIÓN DE COMPARABLES .....	85
4.2.1	Descripción de la Matriz de Riesgos por Función Ptransf S.A. ....	87
4.2.2	Descripción de la Matriz de Riesgos por Función empresas Comparables.....	89
4.3	VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA PTRANSF S.A. POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....	91
4.3.1	Establecimiento de Parámetros Financieros de la Evaluación.....	91
4.3.2	Proyección de los Flujos de Caja Libre de Ptransf S.A. ....	101
4.3.3	Valorización de las acciones de Ptransf S.A. según método de Flujo de Caja Libre Descontado.....	103
4.4	VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA PTRANSF S.A. POR EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS DE EMPRESAS COMPARABLES .....	105
4.4.1	Aplicación del Método de Múltiplos de Empresas Comparables: El Índice EV/Ebitda.....	106
4.4.2	Aplicación del Método de Múltiplos de Empresas Comparables: El Índice PER .....	109
4.4.3	Análisis comparado de la valorización de Ptransf S.A. ....	112

<b>5</b>	<b>IMPLICANCIAS TRIBUTARIAS DE LA VALORIZACIÓN DE UNA EMPRESA.....</b>	<b>114</b>
5.1	DIVISIÓN DE SOCIEDADES.....	114
5.1.1	División de Sociedades: Efectos en el Impuesto sobre la Renta ...	115
5.2	FUSIÓN DE SOCIEDADES .....	117
5.2.1	Fusiones Propias o por Ley.....	117
5.2.2	Fusiones Impropias o por Compra .....	118
5.2.3	Fusión de Sociedades: Efectos en el Impuesto sobre la Renta .....	119
5.3	APORTE DE INVERSIÓN A UNA EMPRESA RELACIONADA.....	121
<b>6</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>123</b>
<b>7</b>	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>127</b>
7.1	LIBROS .....	127
7.2	ENSAYOS.....	128
7.3	COMPENDIOS.....	128
7.4	LEYES.....	128
7.5	PAGINAS WEB .....	129
<b>8</b>	<b>VITA.....</b>	<b>134</b>

## LISTADO DE TABLAS

<u><b>TABLA</b></u>	<u><b>PÁGINA</b></u>
Tabla I: Ejemplo Típico de Precios de Transferencia en un Grupo Multinacional .	21
Tabla II: Tipos de Relación en Declaración Jurada de Precios de Transferencia.	30
Tabla III: Valor de las Acciones.....	72
Tabla IV: Matriz de Riesgos Ptransf S.A. ....	87
Tabla V: Matriz de Riesgos CCU S.A.....	89

Tabla VI: Matriz de Riesgos Gasco S.A. ....	89
Tabla VII: Matriz de Riesgos Aguas Andinas S.A.....	90
Tabla VIII: Beta Des apalancado por Industria .....	92
Tabla IX: Beta Des apalancado por Industria, Ponderado .....	92

## LISTADO DE FIGURAS

<b><u>FIGURA</u></b>	<b><u>PÁGINA</u></b>
Figura 1: Ejemplo de Precio de Transferencia entre Empresas Relacionadas .....	18
Figura 2: Esquema de Precio de Transferencia entre Empresas Relacionadas ...	22

## LISTADO DE CUADROS

<b><u>CUADRO</u></b>	<b><u>PÁGINA</u></b>
Cuadro 1: Estructura Financiamiento Ptransf S.A. ....	93
Cuadro 2: Primas por Riesgo de Mercado en los países de Centro y Sudamérica	96
Cuadro 3: Cotización de Crédito en el Mercado Financiero .....	98
Cuadro 4: Resumen Cotización Crédito .....	99
Cuadro 5: Flujo de Caja Proyectado Ptransf S.A. ....	101
Cuadro 6: Valor del Negocio Ptransf S.A. ....	104
Cuadro 7: Valor por Acción Ptransf S.A. por Método de Flujo de Caja Descontado .....	105
Cuadro 8: Valor Aguas Andinas S.A. por Método Múltiplo EV/Ebitda .....	107
Cuadro 9: Valor CCU S.A. Por Método Múltiplo EV/Ebitda .....	107

Cuadro 10: Valor Gasco S.A. Por Método Múltiplo EV/Ebitda.....	108
Cuadro 11: Valorización Ptransf S.A. por Múltiplo EV/Ebitda.....	108
Cuadro 12: Valorización Acción de Ptransf S.A. por Múltiplo EV/Ebitda .....	109
Cuadro 13: Cálculo indicador PER para Aguas Andinas S.A. ....	110
Cuadro 14: Cálculo indicador PER para CCU S.A. ....	110
Cuadro 15: Cálculo indicador PER para Gasco S.A.....	111
Cuadro 16: Valorización Ptransf S.A. por Múltiplo PER .....	111
Cuadro 17: Valorización Acción de Ptransf S.A. por Múltiplo PER.....	112
Cuadro 18: Resumen Valor de la Acción de Ptransf S.A. por los distintos Métodos .....	112

## LISTADO DE ANEXOS

<b><u>ANEXO</u></b>	<b><u>PÁGINA</u></b>
Anexo 1 .....	130
Anexo 2 .....	131
Anexo 3 .....	132
Anexo 4 .....	133

## 1 INTRODUCCION GENERAL

El trabajo que se presentará para la obtención del grado académico de Magister en Tributación corresponderá a una actividad formativa equivalente que tendrá como título *“Métodos Residuales de Precios de Transferencia y su Aplicación Bajo el Artículo 41 E de la Ley de la Renta”*. Esta actividad formativa está orientada a profundizar en un tema relevante para el sistema tributario chileno, que es estudiar de forma pormenorizada la forma en que se implementarían los métodos residuales en casos concretos bajo el artículo 41 E sobre Precios de Transferencia, Contenido en la Ley 20.630.

La señalada ley crea el nuevo artículo que contiene la nueva normativa chilena sobre los precios de transferencia entre partes relacionadas. Este artículo de alguna manera asimila a la legislación tributaria nacional las actuales directrices contenidas en la guía sobre Precios de Transferencia de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD en su sigla en inglés).

El término Precio de Transferencia se puede definir como el precio pactado al que se transan bienes y/o servicios, organizaciones pertenecientes a un mismo grupo de empresas.

Bajo este contexto, podemos señalar que la problemática de los Precios de Transferencia se desarrolla principalmente debido a las siguientes consideraciones o tendencias, entre otras:

- La OCDE señala que la mayoría del comercio mundial (un 65%) se desarrolla entre empresas relacionadas, esto es, compañía que pertenecen

a una misma matriz y tienen relaciones de propiedad o comerciales entre ellas<sup>1</sup>.

- 1.000 empresas multinacionales son dueñas de más del 20% de los activos mundiales, según estadísticas de la UNCTAD. Esto hace que las transacciones entre ellas sean relevantes<sup>2</sup>.
- Ventas de subsidiarias extranjeras de multinacionales representan más del 55% del PIB Mundial<sup>3</sup>.

En este escenario podemos decir que, a nivel mundial las empresas están siendo cada vez más fiscalizadas por las autoridades tributarias de sus respectivos países con el objetivo de detectar valorizaciones de transacciones y aportes a un valor distinto al de mercado que pudiese perjudicar la recaudación tributaria fiscal.

En Chile, la creación del artículo 41<sup>E</sup> de la Ley de la Renta está orientada a contar con un instrumento legal que respalde la actuación y fiscalización de la autoridad tributaria, en este caso el Servicio de Impuestos Internos.

En este sentido, se puede destacar el mensaje del Presidente de la República, Sr. Sebastián Piñera Echenique<sup>4</sup> referente a la reforma tributaria del año 2013 donde a través del Ministro de Hacienda, Sr. Felipe Larraín, se señala lo siguiente: “El sistema tributario requiere de ajustes que permitan cumplir con las recomendaciones de la OCDE relativas a elusión tributaria. En este contexto se perfeccionarán –por ejemplo- los mecanismos para asegurar el cumplimiento de la

---

<sup>1</sup> Salcedo Claudio, Santibañez José. Apuntes de Clases Magister en Tributación

<sup>2</sup> Salcedo Claudio, Santibañez José. Apuntes de Clases Magister en Tributación

<sup>3</sup> Salcedo Claudio, Santibañez José. Apuntes de Clases Magister en Tributación

<sup>4</sup> [Http://www.biobiochile.cl/2012/04/30/presidente-pinera-firma-proyecto-de-ley-que-establece-reforma-tributaria.shtml](http://www.biobiochile.cl/2012/04/30/presidente-pinera-firma-proyecto-de-ley-que-establece-reforma-tributaria.shtml)

legislación en materia de Precios de Transferencia, que regula los valores a los cuales se realizan transacciones entre empresas chilenas y extranjeras, de manera de garantizar que estas operaciones se realicen a precios de mercado y no a valores inferiores, con el objetivo de bajar la carga tributaria de forma artificial”.

En este artículo se señalan diversos métodos para el análisis de precios de transferencia, tanto métodos tradicionales y de utilidades, además deja la puerta abierta para utilizar diversos métodos residuales. Los primeros se pueden clasificar en:

- Método de Precio Comparable no Controlado
- Método de Precio de Reventa
- Método de Costo más Margen
- Método de División de utilidades
- Método Transaccional de Márgenes Neto

En relación a los métodos residuales, éstos se pueden clasificar en<sup>5</sup>:

- Método del Beneficio Comparable
- Método del Beneficio en función del Capital Invertido
- Previsiones del Rendimiento Neto
- Márgenes Brutos del Sector Económico
- Beneficio en relación con los Gastos

---

<sup>5</sup> Los Precios de Transferencias entre Empresas Relacionadas, Salcedo Gabrielli Claudio, Editorial Legal Publishing, página76

- Reglas de Proporcionalidad con respecto a la Renta
- Tasas de Rendimiento de plena concurrencia
- Entre Otros

En cuanto a la materia de interés de este estudio y respecto de los **métodos residuales**, el citado artículo señala:

*“Cuando atendidas las características y circunstancias del caso no sea posible aplicar alguno de los métodos mencionados precedentemente, el contribuyente podrá determinar los precios o valores de sus operaciones utilizando otros métodos que razonablemente permitan determinar o estimar los precios o valores normales de mercado que hayan o habrían acordado partes independientes en operaciones y circunstancias comparables. En tales casos calificados el contribuyente deberá justificar que las características y circunstancias especiales de las operaciones no permiten aplicar los métodos precedentes”<sup>6</sup>.*

Es importante destacar que estos métodos residuales son subsidiarios a los métodos tradicionales, lo que significa que deben ser utilizados cuando los tradicionales no se ajusten de mejor manera a la materia en estudio. Esto debe ser justificado por el contribuyente ya que todos los otros métodos deben ser descartados con anterioridad a llegar a los residuales.

---

<sup>6</sup> Ley 20.630, Biblioteca del Congreso Nacional de Chile

Los Métodos Tradicionales están principalmente enfocados a determinar valores de mercado asociado a transacciones u operaciones particulares; mientras que los métodos residuales pueden ser utilizados de manera más significativa cuando se requiere valorizar activos relevantes tangibles o intangibles, **participaciones accionarias**, empresas, entre otros.

Estos **métodos residuales** podrían cobrar relevancia en la fiscalización de la autoridad tributaria a la luz de los procesos de reorganización de empresas como fusiones y adquisiciones y a través de la valorización de aportes a sociedades que posteriormente podrían ser enajenadas.

Los métodos tradicionales son aquellos recomendados por la OECD<sup>7</sup> para el cálculo de los precios a los que se deberían realizar las operaciones entre partes relacionadas, no obstante no son muy eficientes para determinar valores de participaciones accionarias.

**La actividad formativa equivalente (AFE) aceptará o rechazará la siguiente hipótesis:**

- Los Métodos Residuales de cálculo de Precios de Transferencia servirán, bajo el contexto del artículo 41<sup>º</sup>E de la Ley de la Renta , para realizar valorizaciones de aportes accionarios y reestructuraciones empresariales internacionales y poder medir de forma cualitativa y cuantitativa los efectos tributarios de estas valorizaciones.

---

<sup>7</sup> OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations, 2010.

La metodología a llevar a cabo constará de las siguientes etapas:

- Revisión bibliográfica, de forma de describir los distintos Métodos de Precios de Transferencia Tradicionales. En esta etapa se revisarán distintas fuentes académicas de autores especializados y de Organizaciones Internacionales, concentrándose en la Guía de Precios de Transferencia de la OECD.
- Revisión Bibliográfica, de forma de describir distintos Métodos Residuales que puedan ser aplicados al tema de **Precios de Transferencia**. En esta etapa se desarrollarán métodos financieros asociados a:
  - Múltiplos de Valoración
  - Flujos de Caja Descontados
- Aplicación de los Métodos Residuales de Múltiplos y Flujos de Caja Descontado a una empresa hipotética y posteriormente analizar este valor con otras empresas comparables del mercado.
- Simular diversas criterios y supuestos de aplicación a los métodos de forma de ver los distintos impactos tributarios que podría tener la valorización bajo el contexto del Artículo 41<sup>º</sup>E.
- Comprobación de la hipótesis planteada al inicio de esta introducción.

## 2 INTRODUCCIÓN A LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA

La globalización de los negocios ha reemplazado el concepto de intercambio nacional con transacciones globales e internacionales. Consecuentemente, los cambios debido a esta internacionalización de los negocios juegan un rol preponderante en la estrategia de las compañías multinacionales. Como definición de compañía multinacional se entenderá una empresa integrada verticalmente con unidades en al menos dos países diferentes. Las unidades involucradas pueden ser departamentos, divisiones, o empresas relacionadas.<sup>8</sup>

Por “integración vertical” se entiende la combinación de procesos tecnológicos de producción, distribución, venta u otros dentro de una empresa individual.<sup>9</sup>

Ciertamente, el volumen del comercio intra-empresas es grande y se está expandiendo rápidamente a medida que las compañías multinacionales globalizan sus inversiones y sus negocios. Actualmente, una proporción considerable del comercio internacional tiene lugar dentro de las propias compañías multinacionales. Esto señala la importancia de los precios de transferencia a los que se llevan a cabo dichas transacciones.

Las compañías multinacionales deben interactuar permanentemente con precios de transferencia debido a aspectos como:

– Gestión contable

---

<sup>8</sup> Transfer pricing for multinational enterprises: An integrated approach, Erik Wintzer

<sup>9</sup> Transfer pricing for multinational enterprises: An integrated approach, Erik Wintzer

- Gestión Estratégica
- Restricciones Externas
- Consideraciones Gubernamentales

Mientras que la gestión contable, tanto como los aspectos estratégicos son relevantes para empresas que son multinacionales o locales, las restricciones externas son solamente relevantes para compañías multinacionales, especialmente en lo referido a aspectos de utilidades tributarias.

## 2.1 Precios de Transferencia y la Gestión Contable

Empresas de tamaño considerable enfrentan la tarea y el desafío de determinar sus precios de transferencia debido a la necesidad de transferir bienes y servicios internamente. El problema de los precios de transferencia entre divisiones de una compañía integrada verticalmente es similar al problema tradicional de la economía, esto es, la eficiencia del mecanismo de establecimiento de dichos precios.

Los precios de transferencia son importantes en empresas con una estructura organizacional descentralizada. Ellas determinan las decisiones dentro de la división o unidad. Subdividiendo la empresa en centros de responsabilidad es una forma de descentralizar las decisiones. La administración central fija las reglas de los precios de transferencia y los gerentes de las unidades o divisiones son más o menos responsables por el rendimiento de su división. La descentralización es al menos una condición necesaria para la existencia de precios de transferencia. Lo anterior podría ser discutible con un contraargumento de que cuando los procesos

son centralizados hay más motivaciones para que una sola persona o parte del holding defina los precios del grupo completo, lo que puede generar situaciones de Precios de Transferencia.

Existen dos objetivos primarios en los precios de transferencia en la gestión contable<sup>10</sup>

- a) Precios de transferencia sirven para guiar a los gerentes divisionales o de unidad en tomar decisiones locales que sean óptimas para la empresa en forma global o como un todo (Coordinación).
- b) Precios de transferencia son utilizados para determinar las utilidades divisionales (evaluación de la gestión).

Sin embargo, estos objetivos compiten uno con el otro. Los precios de transferencia que cumplan con el objetivo de coordinación, podrían ser inapropiados o aun contraproducentes en el cumplimiento de la evaluación de la gestión, o viceversa.

### 2.1.1 Coordinación

En empresas descentralizadas, es fácil que ocurra una falta de coordinación entre las divisiones y la administración central. Un sistema de precios de transferencia debería alentar a los gerentes divisionales a maximizar la utilidad global de la compañía. Sin embargo, a la misma vez, un gerente divisional es usualmente responsable por el rendimiento de su propia división. Si existe un conflicto entre maximizar la utilidad de la compañía como un todo y maximizar la

---

<sup>10</sup> Erik Wintzer. Transfer Pricing for Multinational Enterprises: An Integrated Approach

utilidad de la división o unidad, el gerente divisional se concentrará inevitablemente en el éxito de su propia división. En este sentido, cobra mucha relevancia la política de incentivos asociado a las utilidades.

Dado lo anterior, la administración central puede alcanzar la coordinación entre los objetivos de la división y de la compañía globalmente afectando los precios de transferencia.

### 2.1.2 Evaluación de la Gestión

Además de promover la congruencia de los objetivos en el curso de la maximización de las utilidades, los precios de transferencia deben mejorar la evaluación de la gestión. Consecuentemente, es un objetivo de los precios de transferencia asignar la utilidad de la compañía dentro de las divisiones en forma ex post.

Las utilidades divisionales o de cada unidad son usadas para evaluar a los gerentes de división en la asignación de los recursos siempre escasos y considerar si las actividades deberían o no ser externalizadas.

## 2.2 Precios de Transferencia y la Gestión Estratégica

Generalmente, las estrategias de negocio consisten en conseguir una ventaja competitiva respondiendo a oportunidades y amenazas externas junto con fortalezas y debilidades internas. Ciertamente, los precios de transferencia son un aspecto crucial de la estrategia de implementación, debido a que es una forma por la cual la administración central puede establecer la autoridad y responsabilidad.

### 2.2.1 Implementación Estratégica Divisional con Precios de Transferencia

En empresas, principalmente multinacionales, es razonablemente posible afectar a una división individual en forma estratégica al tener que manejar situaciones externas a ellas como regulaciones de la autoridad, desarrollo tecnológico, comportamiento de los competidores y también mediante el establecimiento de los precios de transferencia al que intercambiarán distintas divisiones entre ellas o cada división con la matriz. Esto debido a que a través de los precios de transferencia se pueden manipular los costos de esas divisiones y cambiar su comportamiento con el fin de acomodar la dirección estratégica de la compañía global (matriz).

Lo anterior se puede conseguir de dos maneras:

- a) Bajando los costos para mejorar la posición competitiva de esa división específica si es que ella está inmersa en un mercado más favorable para la optimización global o
- b) Incrementando los costos de la división si ésta no es relevante dentro del contexto general de la casa matriz<sup>11</sup>.

En ciertos casos, podría ser estratégicamente valorable mejorar la posición competitiva de una división estableciendo un precio de transferencia adecuado para dicho propósito. Este precio habilitaría a la división para actuar más agresivamente en los mercados donde se desenvuelve. Este procedimiento puede ser útil, por ejemplo, para desalentar a los competidores de entrar a dicho

---

<sup>11</sup> Transfer pricing for multinational enterprises: An integrated approach, Erik Wintzer

mercado o para debilitarlos en un mercado donde los competidores tienen una posición dominante y la matriz tiene las capacidades globales para poder bajar la rentabilidad de su división por un período acotado pero con un fin mayor en el mediano y largo plazo.

### 2.3 Restricciones Externas

Las empresas multinacionales utilizan los precios de transferencia para alcanzar varios objetivos como minimizar las obligaciones tributarias, minimizar los impuestos de importaciones o derechos aduaneros, eludir restricciones a los flujos de capital en un país específico, entre otros y de acuerdo con sus objetivos contables y estratégicos.

Adicionalmente, los gobiernos están muy concentrados en los efectos del comercio entre empresas que traspasan las fronteras y enfrentan el problema de determinar las utilidades tributables de las compañías multinacionales en cada país. A su vez, las empresas multinacionales considerando el comportamiento de los gobiernos pueden planificar sus ganancias.

Las multinacionales con unidades o divisiones en diferentes países intentarán determinar sus precios de transferencia de una forma que minimice las obligaciones tributarias. De lo anterior, se deduce que existen incentivos para mover utilidades tributables desde unidades o divisiones en países con tasas corporativas altas hacia unidades o divisiones con tasas bajas para incrementar la utilidad después de impuestos de la empresa global o matriz.

Cabe destacar que los gobiernos nacionales están también preocupados de la temática de precios de transferencia debido a la posible doble tributación que se podría producir con los correspondientes perjuicios para el comercio internacional. Dado lo anterior, los gobiernos están coordinando sus actividades entre sí a través de las correspondientes autoridades tributarias de cada país.

Desde la perspectiva de la teoría de agencia, la que señala que el agente y el principal pueden tener intereses que entran en conflicto, los precios de transferencia pueden ser vistos como un mecanismo en el cual un gobierno nacional es el principal y la empresa multinacional es el agente, dado que esta última posee costos privados de información.

Dentro de los aspectos a minimizar de las obligaciones tributarias se pueden destacar los siguientes:

a) Derechos aduaneros a la importación de bienes y servicios

Muchos países establecen como restricción un impuesto de derechos aduaneros que grava la internación de bienes y servicios con el fin de proteger a las empresas locales (nacionales) de la competencia externa. Dado lo anterior, una empresa multinacional podría beneficiarse si transfiere productos a menores precios a un país que tenga elevadas tasas de derechos aduaneros. Sin embargo, esta empresa debe considerar en la globalidad junto con los derechos de internación, las tasas de impuesto a las utilidades en el país de destino y en el país de origen del embarque lo que le agregaría una complejidad mayor a la operación más allá del simple análisis del impuesto aduanero en el país final.

#### b) Restricciones económicas

Frecuentemente, los precios de transferencia pueden ser utilizados para evadir las restricciones económicas de un país. Por ejemplo, una compañía multinacional actuando en un país que adopta fuertes restricciones en los montos de utilidades que se permite abandonar el país, puede establecer precios de transferencia adecuados para mover utilidades a unidades o divisiones en otros países.

Otra restricción económica que imponen algunos países es la prohibición de ciertas deducciones de la base imponible a los impuestos corporativos. Por ejemplo, si los gastos asociados a investigación y desarrollo o a royalties no son aceptados, las multinacionales pueden compensar esos montos moviendo otros costos vía precios de transferencia a esas divisiones de esos países.

#### c) Fluctuaciones de monedas

Durante períodos de inestabilidad de la divisa, principalmente dólar o Euro<sup>12</sup> con respecto a la moneda local, ya sea con una apreciación o depreciación, el rendimiento de la división es muy difícil de evaluar. Dado lo anterior la compañía multinacional puede considerar aconsejable evaluar el rendimiento en otra moneda que podría ser la moneda local ya que esto le permitiría mostrar de mejor manera la gestión en el país específico.

Este problema de evaluación de la gestión está asociado con los precios de transferencia debido a que éstos cambian con los movimientos en los valores de las divisas. Por lo tanto, los precios de transferencia pueden ser utilizados para

---

<sup>12</sup> Nota del autor: Ambas monedas son las más utilizadas, principalmente el dólar norteamericano, en el comercio internacional

controlar el riesgo de tipo de cambio de la división estableciendo precios mayores o menores dependiendo de la posición neta en moneda extranjera que tenga la división.

d) Impuestos de retención

Un asunto importante con el que se debe convivir en los temas de precios de transferencia de las empresas multinacionales dice relación con los impuestos de retención, más conocidos como *withholding taxes*, que aplican las autoridades tributarias. Por ejemplo, si una división de una empresa multinacional actúa en un país que aplica impuesto de retención a los dividendos, es posible que la utilidad sea gravada dos veces (impuesto a las utilidades e impuesto de retención).

De esta forma, para minimizar la obligación tributaria global, podría ser conveniente mover utilidades fuera de este país estableciendo adecuados precios de transferencia. Dependiendo del monto del impuesto de retención, puede ser conveniente mover utilidades desde divisiones con baja tasa de impuesto a las utilidades a divisiones en países con altas tasas.

e) Accionistas externos de una división de la casa matriz

En ciertos casos las compañías multinacionales buscan socios (especialmente socios locales) para compartir riesgos cuando entran en un mercado o país específico. En estas situaciones, las empresas multinacionales pierden libertad en determinar los precios de transferencia debido a que existe un socio que estará pendiente de maximizar la utilidad de la división específica y no de la compañía global o matriz.

En el caso de la empresa multinacional, y dado que debe compartir la utilidad de la división específica con un accionista externo, ésta tiene un incentivo para fijar un adecuado precio de transferencia y mover utilidades desde esta división a otra en la que tenga el control de la propiedad.

#### 2.4 Consideraciones Gubernamentales

Los temas de precios de transferencia afectan tanto a las empresas multinacionales, que deben pagar los impuestos, como también a los gobiernos que deben recaudarlos. Las compañías deben considerar y anticipar el comportamiento de los gobiernos en los diferentes países para acomodar sus mecanismos de precios de transferencia.

Usualmente los gobiernos están interesados en las actividades de las multinacionales debido a que pueden afectar múltiples objetivos gubernamentales, como favorables ingresos públicos vía pago de impuestos, tasas de empleo de la fuerza laboral, mayor oferta y variedad de productos, entre otros.

#### 2.4.1 Globalización y Competencia Tributaria

La globalización socava la base de impuestos de los países y causa competencia entre ellos<sup>13</sup>. Como resultado de lo anterior, los gobiernos son forzados a mover la carga tributaria desde bases móviles como el capital hacia bases inmóviles como puede ser el consumo y la mano de obra. Esto genera un problema y desafío mayor para los Estados. Por un lado, se puede ver como un problema ya que estaría afectando a las personas del país, que no se mueven, con mayores impuestos a la renta personal y al consumo, en beneficio del capital (empresas multinacionales) que mueven los recursos y los asignan en los países donde pueden maximizar sus utilidades. No obstante, también puede ser un desafío debido a que las multinacionales generan externalidades que benefician a la población como un todo.

Para enfrentar lo señalado anteriormente, los gobiernos de los países pueden utilizar diferentes políticas para influenciar las decisiones de las empresas.

---

<sup>13</sup> Transfer pricing for multinational enterprises: An integrated approach, Erik Wintzer

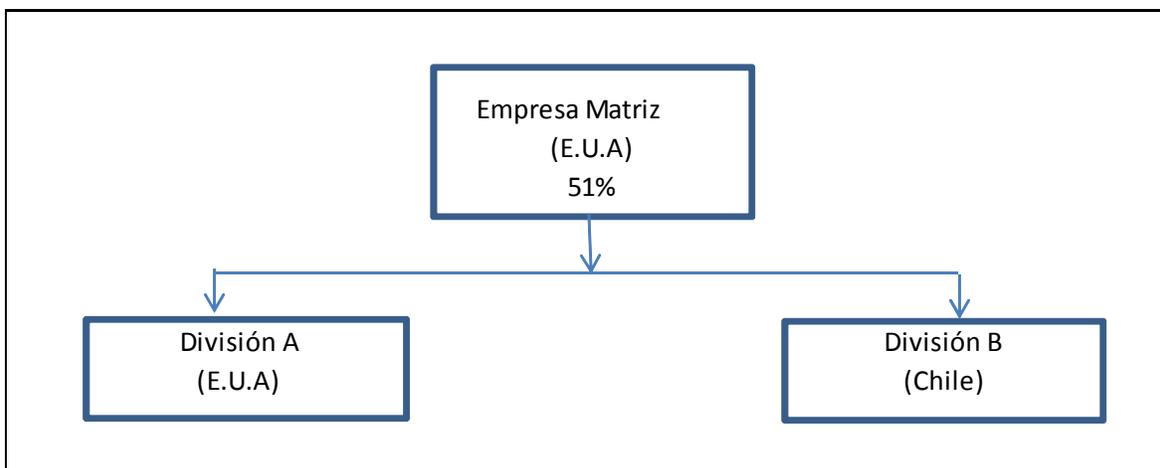
### 3 MÉTODOS DE PRECIOS DE TRANSFERENCIA Y SU APLICACIÓN AL CASO DE CHILE

#### 3.1 Definición de Precio de Transferencia

El término “precio de transferencia” puede entenderse como se expresa a continuación:

Es el precio pactado por operaciones efectuadas entre dos o más divisiones que pertenecen a un mismo grupo de empresas, sea este multinacional o no. De esta manera, para que un precio pueda considerarse de transferencia, tiene que ser resultado de una transacción realizada entre dos o más empresas que se asuman como entidades relacionadas. En resumen, podemos decir que un precio de transferencia es aquel que se establece en transacciones que se realizan entre diferentes ramos o divisiones de una misma empresa o grupo multinacional de empresas<sup>14</sup>.

**Figura 1: Ejemplo de Precio de Transferencia entre Empresas Relacionadas**



<sup>14</sup> Precios de Transferencia-Un Caso de Estudio, Jimy Cruz Camacho. Ensayo

Supóngase que la división A, como se muestra en la Figura 1, extrae una materia prima y la pasa a la división B para su procesamiento. Bajo un sistema centralizado, la Empresa Matriz ubicada en otra jurisdicción fiscal, recolecta información acerca de los costos de extracción en la división A y de los costos de procesamiento en la división B, y se determina de manera central el monto apropiado de materia prima que A transfiere a B.

En un sistema de precios de transferencia de mercado, cada división constituye un centro de ganancias y se establece un precio para la producción de la división A. Cada división, entonces, espera maximizar sus ganancias a este precio de transferencia.

Un precio de transferencia puede ser el resultado de una gran diversidad de transacciones llevadas a cabo entre empresas relacionadas. Algunos ejemplos típicos se muestran a continuación:

- Compraventa de materia prima,
- Compraventa de productos terminados,
- Prestación de servicios administrativos,
- Servicios de asistencia técnica,
- Cobro o pago de regalías,
- Transferencia de tecnología,
- Arrendamiento de bienes muebles e inmuebles,
- Préstamos,
- Compra venta o aporte de acciones de o a una sociedad,

- Compraventa de divisas (sport, forward, etc.),
- Operaciones financieras en general (futuros, derivados, warrants, etc.)

Como se señaló al comienzo de este capítulo, existen variadas motivaciones para que una empresa multinacional decida manejar sus precios de transferencia a los cuales se llevan a cabo transacciones entre partes relacionadas. Una de ellas puede ser la reducción de la carga tributaria en la compañía global, matriz o también llamada *holding*.

Para poder explicar mejor la forma en que un precio puede ser fijado de una manera tal que reduzca o incluso cancele el pago de impuestos de un grupo multinacional de empresas en determinado país, se considerará los ejemplos ilustrados en la siguiente tabla:

**Tabla I: Ejemplo Típico de Precios de Transferencia en un Grupo Multinacional**

		Empresa Matriz en el país de origen		Empresa subsidiaria (99,9% poseída por la matriz) en el país de destino		
	Precio al Costo de Producción		Precio de Transferencia		Precio de Venta	Totales
<b>Primer Caso</b>	<b>175</b>		<b>290</b>		<b>390</b>	
Utilidad antes de impuesto		115		100		215
Tasa de impuesto		20%		30%		
Monto pagado de impuesto	-	23	-	30	-	53
Utilidad después de impuesto		92		70		162
<b>Segundo Caso</b>	<b>175</b>		<b>355</b>		<b>390</b>	
Utilidad antes de impuesto		180		35		215
Tasa de impuesto		20%		30%		
Monto pagado de impuesto	-	36	-	11	-	47
Utilidad después de impuesto		144		25		169
<b>Tercer Caso</b>	<b>175</b>		<b>375</b>		<b>390</b>	
Utilidad antes de impuesto		200		15		215
Tasa de impuesto		20%		30%		
Monto pagado de impuesto	-	40	-	5	-	45
Utilidad después de impuesto		160		11		171

Fuente: Ejemplo del autor

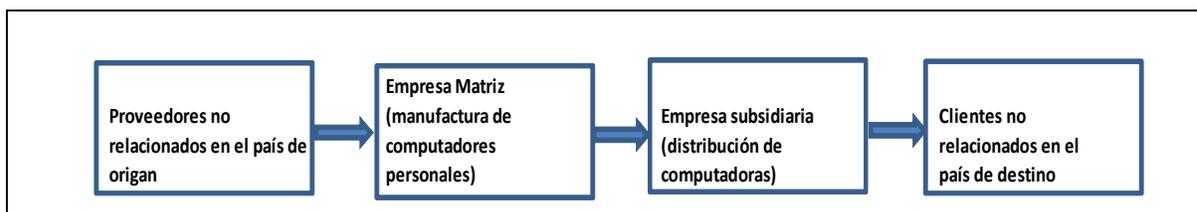
En la tabla anterior observamos que existe una empresa controladora a la cual hemos denominado empresa Matriz, la cual está ubicada en una jurisdicción fiscal distinta a la de la subsidiaria. Asimismo, existe una empresa controlada a la cual hemos denominado empresa subsidiaria, la cual hemos supuesto que se encuentra en nuestra jurisdicción fiscal, es decir en Chile (supuesto de tasa impositiva de primera categoría de 30% sobre las utilidades).

La empresa holding manufactura un determinado producto, en su propio territorio, con insumos y mano de obra adquiridos en su propio país, de empresas no relacionadas. Supongamos que dicho producto es una computadora personal.

A su vez la empresa subsidiaria ubicada en nuestro país, adquiere dicho producto para distribuirlo a empresas no relacionadas en el territorio nacional a un precio que está determinado por el mercado local, el cual es de 390 pesos y no puede ser aumentado, ya que dicho acto sacaría de competencia a la empresa chilena. Asimismo, hemos supuesto que el país de origen grava a las empresas locales con un impuesto del 20% y que el país de destino aplica una tasa impositiva del 30%.

Para ilustrar el flujo de las transacciones que estamos analizando, consideremos la siguiente figura:

**Figura 2: Esquema de Precio de Transferencia entre Empresas Relacionadas**



Fuente: Ejemplo del autor

Para entender cómo podrían ser manipulados los precios entre las divisiones o unidades integrantes de la misma compañía multinacional se analizarán los casos expuestos en la Tabla 1.

En los tres casos, la empresa matriz compra los insumos a un proveedor local al mismo precio y costea su producto a un valor de \$175. La tasa de impuesto en el

país de origen es de un 20% y no difiere en los tres casos ya que está en el mismo país.<sup>15</sup>

La empresa matriz vende sus productos a la subsidiaria en Chile a precios distintos dependiendo de cada caso y por lo mismo genera distintas utilidades antes de la tributación que derivarán en distintos montos de impuestos y utilidades finales.

En Chile la empresa subsidiaria vende localmente a un precio de mercado, como ya se señaló de \$390, en todos los casos pero generando distintos niveles de utilidades antes de tributación, de impuestos y de utilidades finales.

Al analizar la situación global de la compañía, esto es el consolidado de la matriz con la subsidiaria, se puede apreciar que la utilidad antes de impuestos es exactamente la misma en los tres casos (\$215) no obstante, la utilidad final difiere en cada uno de los casos por el efecto del impuesto en el país de la empresa subsidiaria.

Lo anterior se explica debido a que la empresa matriz asignó una utilidad menor en el país que tiene la tasa de impuesto más alta (Chile en el ejemplo) distorsionando el precio de transferencia entre ella misma y su subsidiaria. Esto lo hace con el sólo objetivo de maximizar la utilidad consolidada después de impuesto cobrando un precio más alto y sin tener mayor costo como investigación y desarrollo, costos de producción mayores, entre otros.

---

<sup>15</sup> Nota del autor: Se asume que la tasa de impuesto de primera categoría es igual en todas las localidades del mismo país, ya que de ser distinta podría generarse una suerte de “precio de transferencia” entre localidades del mismo país

### 3.2 Los Precios de Transferencia en Chile

En Chile, hasta el año tributario 2012 existía una **serie de normativa relacionada** con los precios a los cuales se llevaban a cabo las transacciones entre empresas relacionadas y en distintos países. Esta normativa no estaba amparada en las guías de la OECD (ver nota al pie número 7) no obstante perseguía un fin similar. Las principales referencias que hacía la ley chilena se encontraban en los siguientes apartados:

- Ley N°19.506, de 1997 (Artículo 38 de la Ley de Im puesto a la Renta)
- Circula SII N°3 de 1998
- Circular SII N°57 de 2001
- Ley N°19.840, de 2002 (Artículo 38 de la Ley de Im puesto a la Renta)
- Circular SII N°72 de 2002
- Convenios para evitar la doble tributación

A juicio del autor, esta normativa perseguía dos objetivos principales los cuales eran:

- a) Uniformar la metodología de asignación de ingresos en empresas multinacionales y nacionales de acuerdo al comportamiento del mercado debido a la disparidad de criterios utilizados por las compañías que dificultaban una fiscalización adecuada de que se estuviese transando a precios de mercado.

- b) Recibir recaudación justa de empresas que operan en el país y que conforman un grupo multinacional de modo de evitar que estas compañías dejen utilidades, que se originen en fuentes chilenas, para tributar en otros países.

Artículo 38 de la Ley sobre Impuesto a la Renta

Cuando los precios que la agencia o sucursal cobre a su casa matriz o a otra agencia o empresa relacionada de la casa matriz, no se ajusten a los valores que por operaciones similares se cobren entre empresas independientes, la Dirección Regional podrá impugnarlos fundadamente, tomando como base de referencia para dichos precios:

- Una rentabilidad razonable a las características de la operación
- Costos de producción más un margen razonable de utilidad

Igual norma se aplicará respecto de precios pagados o adeudados por bienes o servicios provistos por la casa matriz, sus agencias o empresas relacionadas, cuando dichos precios no se ajusten a los precios normales de mercado entre partes no relacionadas, pudiendo considerarse:

- Los métodos anteriores
- Los precios de reventa a terceros de bienes adquiridos de una empresa asociada, menos el margen de utilidad observado en operaciones similares con o entre empresas independientes

*“En el caso que la agencia no realice igual tipo de operaciones con empresas independientes, la Dirección Regional podrá impugnar fundadamente los precios*

*considerando los valores que en el mercado internacional tengan los productos o servicios respectivos. Para este efecto, la Dirección Regional deberá pedir informe al Servicio Nacional de Aduanas, al Banco Central de Chile o a los organismos que tengan la información requerida. Asimismo, la Dirección Regional podrá rechazar fundadamente como gasto necesario para producir la renta, el exceso que determine por las cantidades adeudadas o pagadas por concepto de intereses, comisiones y cualquier otro pago que provenga de operaciones crediticias o financieras celebradas con la casa matriz u otra agencia de la misma, o con una institución financiera en la cual tenga participación de a lo menos un 10% del capital la casa matriz”.*

### 3.2.1 Normas de Relación y Presunciones de Relación

Para el profesor Claudio Salcedo<sup>16</sup> no existe una definición única acerca de lo que se debe entender por “vinculación económica” o normas de relación. La OECD en su “Modelo de convenio para evitar la doble imposición”, en su artículo 9° establece que existe “vinculación económica”, cuando:

- a) Una compañía participa directa o indirectamente del gerenciamiento, del control o del capital de la otra, o
- b) Cuando las mismas empresas participan directa o indirectamente del gerenciamiento, del control o del capital de ambas empresas.
- c) Si ambas empresas estuvieran ligadas por relaciones comerciales o financieras en condiciones diferentes de las establecidas entre partes independientes

---

<sup>16</sup> Los Precios de Transferencias entre Empresas Relacionadas, Salcedo Gabrielli Claudio, Editorial Legal Publishing

Al aplicar lo anterior a las instrucciones vigentes del Servicio de Impuestos Internos chilenos se pueden definir los siguientes tipos de relación entre empresas relacionadas:

– Relación Directa:

- Cuando terceras partes poseen cualquier porcentaje de participación sobre el capital con derecho a voto, en el caso de las sociedades anónimas, o cualquier porcentaje de participación en los demás tipos de sociedades o patrimonios independientes, o viceversa:
- Cuando terceras partes pueden influir decisivamente en la administración del contribuyente
- Cuando tercera partes poseen poder para asegurar la mayoría de los votos en las juntas de accionistas y elegir la mayoría de sus directores, en el caso de sociedades anónimas, o para asegurar la mayoría de los votos en los demás tipos de sociedades, y, en ambos casos, cuando ellas pueden elegir al representante o al administrador del contribuyente, o viceversa.

– Relación Indirecta:

- Cuando terceras partes poseen relación directa con empresas que a su vez tienen relación directa con el contribuyente.

– Presunciones de Relación (inciso penúltimo del artículo 38 de la Ley de Impuesto a la Renta incorporado por la Ley 19.840)

- Respecto de empresas que pacten contratos de exclusividad, acuerdos de actuación conjunta, tratamientos preferenciales, dependencia financiera o económica, o depósitos de confianza.

- Cuando las operaciones se hagan con empresas que se encuentran constituidas en un país o territorio incorporado en la lista referida en el N°2 del artículo 41°D de la Ley de Impuesto a la Renta (paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos calificados por la OECD).

En el caso chileno, el Servicio de Impuestos Internos en su Circular 3 de 1998 señala lo siguiente:

“No se considerarán empresas independientes; pero sí se entenderán empresas asociadas o que una de ellas participa directa o indirectamente en la dirección, control o capital en la otra, cuando se den los presupuestos a que se refieren los artículos 86 y 87 de la Ley N°18.046, y los artículos 97 y 98 de la Ley N°18.045, los cuales fueron reproducidos en la circular N°61, de 15 de Octubre de 1997”.

Para lo anterior se definen distintos tipos de organizaciones en los cuales se podría establecer una relación según lo señalado en la Circular N°3, a saber:

a) Matriz y Filial

- Entidad controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica más del 50% del capital de otra.
- Entidad puede elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores (sociedades anónimas) o administradores (sociedades de personas).
- La sociedad en comandita será también filial cuando la otra sociedad tenga el poder para dirigir u orientar la administración del gestor.

b) Coligante y Coligada

- Es sociedad coligada con una sociedad anónima aquella en la que ésta, que se denomina coligante, sin controlarla, posee directamente o a través de otra persona natural o jurídica el 10% o más de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratara de una sociedad por acciones.

c) Controlador y Controlada

- Toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:
  - Asegurar la mayoría de los votos en las juntas de accionistas y
  - Elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades.

d) Acuerdo de Actuación Conjunta

- Es la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

- Se presumirá que existe tal acuerdo entre las siguientes personas:
  - Entre representantes y representados, entre una persona o su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad;
  - Entre entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, según definición contenida en el Artículo 96 de la Ley 18.045;
  - Entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros.

El Servicio de Impuestos Internos (SII) ha definido una serie de tipos de relación que incluyen las mencionadas anteriormente, entre otras. A continuación se presenta una tabla con los tipos de relaciones que se establecen en la Declaración Jurada sobre Precios de Transferencia.

**Tabla II: Tipos de Relación en Declaración Jurada de Precios de Transferencia.**

<b>Código de Tipo de Relación</b>	<b>Descripción</b>
1	Declarante es matriz o tiene el 50% o más de la propiedad de la Contraparte
2	Declarante es filial o la Contraparte tiene el 50% o más de su propiedad
3	Declarante es agencia o establecimiento permanente
4	La Contraparte es agencia o establecimiento permanente
5	Declarante es coligante o tiene el 10% o más y menos del 50% de la propiedad de la Contraparte
6	Declarante es coligada o la Contraparte tiene el 10% o más y menos del 50% de su propiedad
7	Declarante tiene participación directa en el capital o en las utilidades de la Contraparte, menor al 10%
8	Declarante tiene participación indirecta en el capital o en las utilidades de la Contraparte, menor al 10%
9	Contraparte tiene participación directa en el capital o en las utilidades de la Contraparte, menor al 10%
10	Contraparte tiene participación indirecta en el capital o en las utilidades de la Contraparte, menor al 10%
11	Declarante tiene participación directa en la dirección o administración de la Contraparte
12	Declarante tiene participación indirecta en la dirección o administración del Contraparte
13	Contraparte tiene participación directa en la dirección o administración del Declarante

Código de Tipo de Relación	Descripción
14	Contraparte tiene participación indirecta en la dirección o administración del Declarante
15	Declarante es controlador
16	Declarante es controlada
17	Ambas partes se encuentran directamente bajo la dirección, control o capital de una misma persona o entidad
18	Ambas partes se encuentran indirectamente bajo la dirección, control o capital de una misma persona o entidad
19	Contrato de exclusividad
20	Acuerdo de actuación conjunta
21	Tratamiento preferencial
22	Dependencia financiera o económica
23	Depósito de confianza
24	Contraparte se encuentra constituida en un país o territorio incorporado en la lista referida en el N°2 del artículo 41 D de la Ley de Impuesto sobre la Renta
99	No hay relación

Fuente: Servicio de Impuestos Internos, Resolución 14 de 2013, Anexo 2

### 3.2.2 Limitaciones al Artículo 38 de Ley de Impuesto a la Renta

El artículo 38 hace en reiteradas oportunidades alusión a “rentabilidades razonables” sin definir claramente que se entiende por lo anterior. Este tema podría derivar en una falta de acuciosidad en la fiscalización y un punto de desencuentro con la empresa fiscalizada. Se entiende por rentabilidad aquella que se mide sobre los activos, conocida como ROA (Utilidad de la empresa / total de Activos), sobre el capital, conocida también como ROE (Utilidad de la empresa / Total del Patrimonio), la que se mide sobre los ingresos, se mide sobre los costos, entre otras mediciones. Pareciera haber una serie de indicadores de rentabilidad que no están claramente especificados en el artículo señalado.

También se podrían señalar otros cuestionamientos al referido artículo que dirían relación con lo siguiente<sup>17</sup>:

- Contenga definición de Precio de Transferencia junto con la definición del alcance
- Fije ámbitos de aplicación y supuestos
- Utilización de métodos no directamente alineables con los de la OECD
- Aluda expresamente a las fuentes de interpretación (guías y recomendaciones de la OECD)
- Describa las declaraciones juradas y obligaciones formales de los contribuyentes
- Haga referencia a la utilización de bases de datos
- Posibilite utilización en juicio de análisis estadísticos
- Describa en detalle los métodos utilizados, definición, fórmulas de aplicación, entre otros
- Describa en detalle los tipos de Ajustes y alcances.
- Haga referencia al tratamiento del Análisis Funcional del negocio como una fuente más para determinar la rentabilidad.
- No existe una instancia administrativa que regula una mediación entre la autoridad tributaria y la compañía.
- Costos administrativos de cumplir con notificaciones del Servicio de Impuestos Internos por precios de transferencia.

---

<sup>17</sup> Salcedo Claudio, Santibañez José, apuntes de clases Magister en Tributación Universidad de Chile.

### 3.3 Métodos Tradicionales de Precios de Transferencia y su comparación con el artículo 41 E de la Ley de la Renta Chilena

A efectos de este apartado se utilizará la Guía de Precios de Transferencia de la OECD<sup>18</sup> y el nuevo artículo de la Ley de Impuesto a la Renta, introducido en la ley chilena a contar del año tributario 2012 y que viene a reemplazar al artículo 38 antes analizado. El nuevo artículo 41<sup>E</sup> sigue las directrices de la OECD en la metodología de determinación de los precios al que se deben transar bienes y servicios entre empresas relacionadas bajo el principio ***arm's length* o de plena competencia. Este principio se define como los precios de bienes y/o servicios a los cuales se llevaría a cabo la transacción si ambas empresas fueran independientes; esto es, no relacionadas.**

La autoridad tributaria, en la aplicación de los métodos para determinar los precios, utilizará aquél que considere se ajusta más a la operación en análisis. Este punto es relevante ya que la autoridad tributaria, por razones de su propio ámbito de acción, no está inmersa en la realidad del negocio de la compañía multinacional con sus productos y servicios, por lo tanto, tenderá a ocupar métodos que crea son los más apropiados sin que sea necesariamente así.

---

<sup>18</sup> Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations. Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010

### 3.3.1 Método de Precio Comparable no Controlado (CUP por su sigla en Inglés)

El CUP es el primero de los métodos proporcionados por la guía de la OECD en materia de precios de transferencia, y la determinación que utiliza dicho método para saber si dos o más empresas están operando a valores de mercado en sus transacciones con partes relacionadas se analiza en la presente sección. El Método de Precio Comparable no Controlado señala lo siguiente:

*“Consiste en considerar el precio o el monto de las contraprestaciones que se hubieran pactado con o entre partes independientes en operaciones comparables”.*

El método del Precio Comparable no Controlado compara los precios pactados en transacciones ocurridas entre partes relacionadas con los precios observados en transacciones de bienes y servicios entre partes no relacionadas cuando dichas transacciones puedan considerarse comparables en las características de los bienes y servicios transados.

Al ir a la normativa Chilena, el Artículo 41°E, N° 2, letra a) de la Ley de la Renta lo define como:

- a) “Método de Precio Comparable no Controlado: Es aquel que consiste en determinar el precio o valor normal de mercado de los bienes o servicios, considerando el que hayan o habrían pactado partes independientes en operaciones y circunstancias comparables.”

En términos generales, la aplicación de esta metodología podría realizarse de dos formas:

- Utilizando información interna de la entidad analizada (comparables internos), cuando dicha entidad realice el mismo tipo de transacciones con terceros y con relacionados, o bien,
- Utilizando información pública (comparables externos), cuando la entidad analizada no realiza el mismo tipo de transacciones con terceros independientes. En este último punto es normal que se tome la información proporcionada por bases de datos externas.

#### Ventajas del método del Precio Comparable no Controlado

- El método es más confiable ya que pone énfasis sobre precio de la transacción, ya sea de bienes o servicios, por lo que es menos subjetivo

#### Desventajas del método del Precio Comparable no Controlado

- Resulta complicado establecer mercados comparables si los productos no están normalizados
- Los precios de mercado no tienen en consideración los ahorros que una compañía es capaz de conseguir a través de una optimización y racionalización de su estructura y organización interna
- Regímenes de competencia imperfecta y poder de monopolio, que segmentan mercados en diferentes países conseguirán diferenciales en los precios de mercado entre países. Dificultad de saber qué tipo de precios son aplicables en estos casos.

### 3.3.2 Método de Precio de reventa (RPM por su sigla en inglés)

Este método es denominado como Resale Price Method (RPM) en las Guías de Precios de Transferencia de la OECD. Puede definirse de la siguiente forma:

*“Consiste en determinar el precio de adquisición de un bien, de la prestación de un servicio o de la contraprestación de cualquier otra operación entre partes relacionadas, multiplicando el precio de reventa, o de la prestación del servicio o de la operación de que se trate, fijado con o entre partes independientes en operaciones comparables por el resultado de disminuir de la unidad, el porcentaje de utilidad bruta que hubiera sido pactado con o entre partes independientes en operaciones comparables. Para efectos de esta fracción, el porcentaje de utilidad bruta se calculará dividiendo la utilidad bruta entre las ventas netas.”<sup>19</sup>*

Este método se utiliza principalmente para compañías distribuidoras que no llevan a cabo procesos de transformación de los productos que comercializan y que desarrollan las funciones de importador y revendedor, funciones que no alteran de forma significativa los productos involucrados en las transacciones analizadas.

El Artículo 41°E, N°2, letra b) de la Ley de la Renta lo define como:

b) “Método de Precio de Reventa: Consiste en determinar el precio o valor normal de mercado de los bienes o servicios, considerando el precio o valor a que tales bienes o servicios son posteriormente revendidos o prestados por el adquirente a partes independientes. Para estos efectos, se deberá deducir del

---

<sup>19</sup> Jimmy Cruz Camacho. Precios de Transferencia-Un Caso de Estudio

precio o valor de reventa o prestación, el margen de utilidad bruta que se haya o habría obtenido por un revendedor o prestador en operaciones y circunstancias comparables entre partes independientes. El margen de utilidad bruta se determinará dividiendo la utilidad bruta por las ventas de bienes o prestación de servicios en operaciones entre partes independientes. Por su parte, la utilidad bruta se determinará deduciendo de los ingresos por ventas o servicios en operaciones entre partes independientes, los costos de ventas del bien o servicio.”

Siguiendo los principios de este método, una transacción independiente es comparable a una transacción fiscalizada para fines del método del precio de reventa o RPN, si una de las dos condiciones es satisfecha:<sup>20</sup>

- Ninguna de las diferencias (si existen) entre las transacciones que están siendo comparadas o entre las empresas que realizan esas transacciones afectaría en forma significativa el margen sobre el precio de reventa en el mercado abierto.
- Se pueden efectuar ajustes razonablemente precisos para eliminar los efectos importantes de esas diferencias. Al realizar comparaciones para fines del método del precio de reventa, normalmente son necesarios un número menor de ajustes que bajo el método del precio comparable no controlado (CUP), puesto que en parte prescinde de muchos detalles de las características de los productos.

---

<sup>20</sup> Salcedo Claudio, Los Precios de Transferencia entre Empresas Relacionadas. Legal Publishing 2009

### Ventajas del Método del Precio de Reventa

- Diferencia en el producto, a los efectos de la comparabilidad, son menos importantes
- Diferencias no deben ser amplias-si lo son-, es factible que reflejen diferencias en funciones efectuadas por las partes en las transacciones controladas y no controladas
- Opera sobre márgenes brutos de utilidad considerando funciones específicas efectuadas (consideración de activos y riesgos asumidos).

### Desventajas del Método del Precio de Reventa

- No resuelve situaciones complejas, como manufactura o desarrollo de intangibles

#### 3.3.3 Método del Costo más Margen (Cost Plus en Inglés)

Este método consiste en multiplicar el costo de los bienes o servicios o cualquier otra operación por el resultado de sumar a la unidad el porcentaje de utilidad bruta que hubiera sido pactada con o entre partes independientes en operaciones comparables. Para los efectos de esta fracción, el porcentaje de utilidad bruta se calculará dividiendo la utilidad bruta entre el costo de ventas.

Este método es aplicable cuando una empresa vende un producto o presta un servicio a una empresa relacionada, utilizando componentes o insumos obtenidos de empresas no relacionadas. Es decir, se parte de los costos de fabricación, o de aquellos costos incurridos en la prestación de un servicio, entre empresas

relacionadas, para posteriormente agregar un margen de utilidad bruta que hubiera sido pactado entre empresas no relacionadas.

El Artículo 41°E, N°2, letra c) dispone lo siguiente:

c) “Método de Costo más Margen: Consiste en determinar el precio o valor normal de mercado de bienes y servicios que un proveedor transfiere a una parte relacionada, a partir de sumar a los costos directos e indirectos de producción, sin incluir gastos generales ni otros de carácter operacional, incurridos por tal proveedor, un margen de utilidad sobre dichos costos que se haya o habría obtenido entre partes independientes en operaciones y circunstancias comparables. El margen de utilidad sobre costos se determinará dividiendo la utilidad bruta de las operaciones entre partes independientes por su respectivo costo de venta o prestación de servicios. Por su parte, la utilidad bruta se determinará deduciendo de los ingresos obtenidos de operaciones entre partes independientes, sus costos directos e indirectos de producción, transformación, fabricación y similares, sin incluir gastos generales ni otros de carácter operacional.”

La búsqueda de comparables externos independientes implica comparar los márgenes brutos de la transacción, los cuales están influidos por estrategias comerciales e intangibles, además de diferencias en los criterios de contabilización, información que no es accesible al público, por lo que la utilización de este método podría arrojar resultados que contengan importantes distorsiones

por la falta de información para hacer los ajustes requeridos para lograr la comparabilidad necesaria para aplicar el Método de Precio de Costo más Margen.

Este método probablemente es más útil cuando bienes semiterminados son vendidos entre empresas relacionadas, en donde las partes relacionadas han celebrado acuerdos sobre instalaciones comunes o acuerdos a largo plazo de compraventa, o, donde la transacción controlada es la prestación de servicios.

#### Ventaja del Método del Costo Incrementado

- Es un método directo ya que se aplica sobre la transacción

#### Desventajas del Método del Costo Incrementado

- Dificultades en la determinación de los costos comparables por prácticas contables de las empresas. Este punto se refiere principalmente a la forma en que las empresas contabilizan parte de sus costos directos en el costo de venta de los bienes o servicios comercializados o los incorporan al gasto de administración y ventas. Ejemplo de lo anterior es la depreciación de los activos fijos directamente relacionados con la actividad de la empresa. Bajo la norma IFRS esta depreciación debe incorporarse en el costo directo del producto, no obstante, las normas chilenas de contabilidad generalmente aceptadas la incorporaban dentro de los gastos de administración y ventas.

### 3.3.4 Método De División de Utilidades

Este método consiste en asignar la utilidad de una operación obtenida por partes relacionadas, en la proporción que hubiera sido asignada con o entre partes independientes, conforme a lo siguiente:

- a) Se determinará la utilidad de operación global mediante la suma de la utilidad de operación obtenida por cada una de las personas relacionadas involucradas en la operación;
- b) La utilidad de operación global se asignará a cada una de las personas relacionadas considerando elementos tales como activos, costos y gastos de cada una de las personas relacionadas, con respecto a las operaciones entre dichas partes relacionadas.

El Método de División de Utilidad es utilizado para la transferencia de propiedad tangible e intangible, cuya utilización se recomienda en transacciones muy interrelacionadas que no puedan evaluarse separadamente o para aquellas que involucren importantes activos intangibles.

El Artículo 41°E, N°2, letra d) define a este método del siguiente modo:

- d) *“Método de División de Utilidades: Consiste en determinar la utilidad que corresponde a cada parte en las operaciones respectivas, mediante la distribución entre ellas de la suma total de las utilidades obtenidas en tales operaciones. Para estos efectos, se distribuirá entre las partes dicha utilidad total, sobre la base de la distribución de utilidades que hayan o habrían*

*acordado u obtenido partes independientes en operaciones y circunstancias comparables.”*

#### Ventaja del Método de División de Utilidades

- Se evalúan las dos partes intervinientes y no sólo una como en otros métodos

#### Desventajas del Método del Costo Incrementado

- Dificultad para obtener la información de la empresa relacionada en el exterior
- La información disponible en el mercado, puede estar menos relacionada con las transacciones llevadas a cabo entre las empresas relacionadas, la cuál sería más fácil de obtener tal vez, mediante la aplicación de alguno de los métodos descritos anteriormente.

#### 3.3.5 Método Transaccional de Márgenes Netos (TNMM por su sigla en inglés)

Este método consiste en determinar en transacciones entre partes relacionadas, la utilidad de operación que hubieran obtenido empresas comparables o partes independientes en operaciones comparables, con base en factores de rentabilidad que toman en cuenta variables tales como activos, ventas, costos, gastos o flujos de caja.

Esta metodología mide el nivel de rentabilidad derivado de la actividad de negocios de la entidad controlada que cuente con suficiente información confiable sobre la rentabilidad obtenida por empresas independientes en transacciones comparables. Por ende, la comparabilidad bajo el TNMM (Transactional Net Margin Method) depende principalmente de la similitud entre el capital invertido y

riesgos asumidos por las entidades controladas y no controladas con respecto a dichas actividades.

El Método Transaccional de Márgenes Netos es frecuentemente utilizado para valorar operaciones entre relacionados cuando existen situaciones en que no se cuenta con todo el acceso a la información apropiada que permita utilizar los otros métodos.

El TNMM tiene una ventaja que lo distingue de los demás métodos transaccionales tradicionales como el Precio Comparado no Controlado, el método del Precio de Reventa y el del Costo más Margen. La OECD<sup>21</sup> indica que “los márgenes netos pueden ser más tolerantes a las diferencias funcionales entre las transacciones controladas y no controladas, que los márgenes de ganancia bruta. A menudo, las diferencias en las funciones desarrolladas entre entidades se reflejan en variaciones de los gastos operativos.”

Algunas de las características de este método, es que exige parámetros de comparabilidad menos exigentes que aquellos métodos que están basados en el análisis directo de los precios de los productos.

Para saber además, si una empresa está operando a valores de mercado, es necesario medirlo a través de algún indicador de utilidad o de alguna razón financiera.

---

<sup>21</sup> OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administration, 2010

El Artículo 41°E, N°2 letra e) lo define del siguiente modo:

e) *“Método Transaccional de Márgenes Netos: Consiste en determinar el margen neto de utilidades que corresponde a cada una de las partes en las transacciones u operaciones de que se trate, tomando como base el que hubiesen obtenido partes independientes en operaciones y circunstancias comparables. Para estos efectos, se utilizarán indicadores operacionales de rentabilidad o márgenes basados en el rendimiento de activos, márgenes sobre costos o ingresos por ventas, u otros que resulten razonables.”*

Los indicadores o razones financieras que más se utilizan para llevar a cabo la comparación con las empresas independientes, son las siguientes:

a) Margen Bruto: Esta razón financiera que está definida como la división entre la utilidad bruta de una empresa con respecto a sus ventas netas (también podría hacerse sobre los costos), se usa comúnmente para el análisis de las actividades de distribución, ya que representa el retorno sobre el costo de venta.

Margen Bruto = Utilidad Bruta / Ventas Netas.

Donde:

Utilidad Bruta = Ingresos menos Costos Directos.

Ventas Netas = Ventas sin considerar Impuesto al Valor Agregado, IVA.

b) Margen Operacional: Esta razón financiera está definida como la división entre la utilidad operacional<sup>22</sup> y los ingresos de una empresa (netos sin considerar el impuesto al valor agregado IVA). Este ratio se utiliza frecuentemente para empresas que se dedican a las actividades de manufactura, y para aquellas que se dedican a las actividades de distribución, cuando estas empresas tienen además movimientos con partes relacionadas que se reflejan en la partida de gastos de administración y ventas.

Margen Operacional = Utilidad Operacional / Ventas Netas.

Donde:

Utilidad Operacional = Ventas Netas menos Costos Directos y menos los Gastos de Administración y Ventas.

Ventas Netas = Ventas sin considerar Impuesto al Valor Agregado, IVA.

c) Retorno sobre Activos (ROA): Este indicador está definido como la razón de la utilidad de la operación entre el nivel de activos utilizados en las actividades de la empresa. Esta razón financiera se utiliza cuando la empresa examinada está dedicada a actividades de arrendamiento, o cuando es claro que la empresa obtiene sus retornos fundamentalmente del uso de sus activos.

---

<sup>22</sup> Nota del autor: utilidad operacional se define como los ingresos por ventas, menos el costo directo de ventas, menos los gastos de administración y ventas. Los efectos de la estructura de financiamiento no son aquí considerados

$$\text{ROA} = \text{UO} / \text{Activos}$$

Donde:

ROA = Retorno sobre Activos

UO = Utilidad Operacional

Activos \* = Total de Activos utilizados menos efectivo e inversiones temporales

La Resolución 14 del año 2013 referente a la Declaración Jurada sobre Precios de Transferencia incorpora otros indicadores (adicionales a los mencionados) que también pueden ser utilizados como pueden ser los siguientes:

d) Retorno sobre Capital Empleado (ROCE): Este indicador se calcula como el retorno sobre los capitales permanente de la compañía. Esto es la utilidad final dividido por el patrimonio más los pasivos de largo plazo. El objetivo de este indicador es medir cuanto renta el ejercicio por sobre los capitales de largo plazo de la compañía.

$$\text{ROCE} = \text{Utilidad Final} / (\text{Patrimonio} + \text{Pasivo Largo Plazo})$$

Donde:

ROCE = Retorno sobre el Capital Empleado.

Utilidad Final = Utilidad después de Impuestos.

e) Razón Berry (RB): Este indicador se calcula como el margen bruto dividido por los gastos operacionales. El objetivo de este indicador es medir si el margen

bruto (diferencia entre los ingresos y los costos directos) es capaz de cubrir los gastos operativos. Un índice menor a 1 indica que la compañía está en situación de pérdidas, caso contrario si el índice es mayor a 1.

Razón Berry = Margen Bruto / Gastos Operacionales

Donde:

Margen Bruto = Utilidad Bruta / Ventas Netas.

Gastos Operacionales = Gastos de Administración y Ventas.

Cabe destacar que, si bien es cierto que las compañías no deciden su estructura de Precios de Transferencia utilizando el Método Transaccional de Márgenes Neto, este método sí puede evaluar el comportamiento de la compañía determinando si está marginando en términos netos niveles similares a los mostrados por un grupo de comparables seleccionados, utilizando, por ejemplo, alguno de los indicadores anteriormente señalados.

Este método es más flexible en la calidad de comparables en términos de producto y funciones. La razón radica en que, al medir rendimientos netos con base en beneficios operativos (antes de intereses e impuestos), las diferencias en funciones, activos y riesgos se diluyen. También lo hacen las diferencias contables entre jurisdicciones lo que nos permite tomar comparables internacionales, para los que se tiene un mejor acceso a la información que los comparables locales. Al respecto, cabe mencionar que el Artículo 41° E de la Ley de Impuestos sobre la

Renta, en su inciso cuarto, permite el uso de información con origen en entes internacionales.

### 3.3.6 Métodos Residuales de Precios de Transferencia

Los métodos Residuales o Alternativos (para efectos de este trabajo haremos referencia a Métodos Residuales) se han ido desarrollando en el contexto mundial como respuesta a los métodos basados en transacciones debido a las limitaciones derivadas en la aplicación de estos últimos.<sup>23</sup>

Existen antecedentes de casos internacionales de medidas o indicadores de operaciones del tipo de independencia mutua de las partes, que se encontrarían menos afectados que los métodos basados en las diferencias entre transacciones controladas y no controladas como son los métodos descritos anteriormente. De forma tal que se han creado otros métodos que ponen una mirada especial con foco en la “rentabilidad neta” o rentabilidad final después de haber deducido a los ingresos todos los costos y gastos, esto es, en métodos basados en el beneficio, puesto que, por regla general, los beneficios netos no se encuentran tan influidos por las características de las diferentes transacciones.

**Una función importante que cumplen los métodos residuales es que sirven para evaluar el precio al que se pueden aportar bienes como acciones o participaciones patrimoniales entre sociedades controladas y que cumplan con el principio arm’s length o de plena competencia establecido por la OECD.**

---

<sup>23</sup> Salcedo Claudio, Los Precios de Transferencia entre Empresas Relacionadas. Legal Publishing 2009

En el caso de Chile, el Artículo 41° E, N° 2, letra f) de la Ley de la Renta define a esta categoría de métodos de la siguiente forma:

f) *“Métodos residuales: Cuando atendidas las características y circunstancias del caso no sea posible aplicar alguno de los métodos mencionados precedentemente, el contribuyente podrá determinar los precios o valores de sus operaciones utilizando otros métodos que razonablemente permitan determinar o estimar los precios o valores normales de mercado que hayan o habrían acordado partes independientes en operaciones y circunstancias comparables. En tales casos calificados el contribuyente deberá justificar que las características y circunstancias especiales de las operaciones no permiten aplicar los métodos precedentes.”*

La Ley tributaria chilena deja abierta la puerta para que, cuando no sea factible la utilización de los métodos tradicionales, se puedan utilizar otros métodos siempre y cuando sea bien fundado.

### 3.4 Métodos Residuales de Precios de Transferencia

#### 3.4.1 Método Modificado del Precio Comparable No Controlado (MCUP)

Bajo ciertas circunstancias, el método de precio comparable no controlado es un intento por establecer un precio *arm's length*. Todavía, en los Estados Unidos, la aplicación del método CUP es frecuentemente rechazado debido a la dificultad de encontrar comparables exactos<sup>24</sup>. Sin embargo, los precios en *arm's*

---

<sup>24</sup> Transfer Pricing and Corporate Taxation, King, Elizabeth

*length* generalmente contienen información útil aún cuando ella es inexacta, y esta información debería ser utilizada lo más ampliamente posible.

El método modificado del precio comparado no controlado consiste en tomar información de los precios de mercado comparables pero haciendo ciertos ajustes para poder validar de mejor forma el comparable. Estos ajustes vienen dados principalmente en un análisis funcional que se hace de la empresa o compañía en la que se está tomando el comparable de forma de incluir el riesgo asociado a los activos y a la función llevada a cabo. Con esto no solamente se tiene el bien o servicio comparable sino que se tiene ese mismo bien y/o servicio pero ajustado a la compañía.

Algunos ajustes que se hacen para modificar el comparable dicen relación, por ejemplo con las cuentas por pagar, los términos de compra que utiliza la compañía en análisis y la rotación de los inventarios.

#### 3.4.2 Patrones Numéricos

Para casos simples de comparación, las autoridades tributarias en distintos países o jurisdicciones internas del país podrían establecer resultados numéricos que se aplicarían uniformemente. Por ejemplo, la autoridad tributaria podría acordar que un distribuidor relacionado de productos electrónicos debería tener un margen de precio de reventa de 20%-25% (o un margen operacional de 2%-3%) en consideración del capital comprometido, de las actividades de distribución, de los supuestos de inventario, de otros riesgos involucrados, entre otros.

### 3.4.3 Método del Retorno Requerido

Para casos más complejos, incluyendo aquellos que involucran una propiedad exclusiva de algún bien intangible, se podría estimar la responsabilidad tributaria individual de la empresa miembro del grupo, asumiendo que ella obtendrá su retorno anual de capital y deuda requerida. Para calcular lo anterior se requiere un análisis de retornos que cuantifique:

- El valor de mercado del retorno sobre capital individual de las empresas miembro del holding
- El valor de mercado, en base a un principio arm's length, del costo de la deuda
- Este método podría ser extremadamente laborioso al menos que las autoridades tributarias acuerden con los contribuyentes ciertas convenciones acerca de la metodología de evaluación.
- Una de las principales metodologías de evaluación ocupada es el método del flujo de caja descontado el que puede ser objetado por la autoridad tributaria si no se tiene una medida confiable que identifique la inexistencia de conflictos entre empresas relacionadas en la composición de los flujos.
- Por lo tanto, un análisis de retornos requeridos tiene una fundación teórica más sólida que las actuales metodologías de Precios de Transferencia.<sup>25</sup>

Economistas y financieros han sostenido por mucho tiempo que las empresas medidas individualmente tienen tasas requeridas, razonablemente ajustadas por

---

<sup>25</sup> Transfer Pricing and Corporate Taxation, King, Elizabeth.

riesgo, de retornos sobre el capital aportado y éstas son determinadas por los costos de oportunidad de los accionistas.

En forma similar, el costo de deuda *arm's length* de una empresa en un momento del tiempo es igual al retorno exigido a la deuda (determinado en forma conjunta por su rating de crédito, rating del país, condiciones de mercado de distintos tipos de deuda, entre otros) menos el beneficio tributario de la misma (*Tax Shield*).

En promedio, el flujo de caja de la empresa individual después de impuestos debe ser al menos igual a los retornos que todos los contribuyentes de financiamiento deben recibir, ya sean accionistas o proveedores de deuda.<sup>26</sup>

En el contexto de Precios de Transferencia, la autoridad tributaria puede utilizar los retornos sobre capital y deuda individual de la compañía para determinar su renta imponible. Sin embargo, corporaciones multinacionales de gran tamaño tienen numerosos créditos y deducciones tributarias que producen que sus tasas efectivas de impuesto difieran de las tasas convencionales que indica la ley tributaria.<sup>27</sup>

El proceso requerido para este método se describe más abajo. Muchos de los pasos establecen juicios subjetivos y requieren de mucho trabajo. No obstante lo anterior, si el método es viable, ciertas medidas para simplificar y estandarizar el análisis son necesarias.

---

<sup>26</sup> Valoración de Empresas, Pablo Fernández, Editorial Gestión 2000.

<sup>27</sup> Nota del Autor. En Chile, la tasa convencional de impuesto a la renta de primera categoría es de un 20%, no obstante, una serie de erosiones y deducciones a la base imponible hace que las empresas tengan tasas efectivas de impuesto diferentes a la tasa convencional. Un ejemplo de lo anterior, en una compañía industrial, es el tratamiento de las depreciaciones de los activos fijos

- a) Valorizaciones exhaustivas del capital deberían ser requeridas solamente cada varios años, en ausencia de cambios significativos en los negocios. En el ínterin, las compañías deberían ser capaces de ajustar las valorizaciones en forma incremental (cómo un porcentaje del valor total), basadas en condiciones de mercado prevalecientes en ese momento. Los porcentajes de cambio en el valor de compañías públicamente comercializadas operando en el mismo sector de negocio (y en el mismo mercado geográfico) deberían ser usados como línea base de ajuste.
- b) Las autoridades tributarias deberían publicar mensualmente el riesgo sistemático (no diversificable) asociado a cada industria, tasas libre de riesgo y la prima por riesgo de mercado.

#### 3.4.3.1 Retorno requerido del Capital

Bajo el modelo de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), las tasas de retorno sobre el capital están en función de: a) el grado de riesgo sistemático que la empresa soporta, b) el precio de la prima por riesgo y c) la tasa de retorno libre de riesgo.<sup>28</sup>

El riesgo sistemático asociado con un activo dado es igual a la covarianza entre el retorno del activo y el retorno del portfolio de mercado, dividido por la varianza del retorno del mercado. La medida del riesgo sistemático para un activo (empresa) es referida como su “beta”.

---

<sup>28</sup> Valuation, Measuring and Managing The Value of Companies. McKinsey&Company, John Wiley & Sons, Inc

La alternativa menos laboriosa para determinar betas con propósitos de precios de transferencia es la utilización de betas por industria publicados.<sup>29</sup> Los betas publicados que debiesen ser utilizados corresponden a los betas des-apalancados más que a los apalancados para tener una mejor medida del riesgo por sí solo. Una vez se des-apalancan (por la estructura de financiamiento y por la tasa de impuesto del país donde está inserta la compañía utilizada como comparable) estos betas, en un paso adicional, deben ser nuevamente apalancados con las características propias de la compañía en análisis.

#### 3.4.3.1.1 Medidas de Betas de Compañías Específicas

Para la aplicación de la metodología del retorno requerido en el contexto de precios de transferencia, y asumiendo que los betas de las industrias no son aproximaciones del todo satisfactorias (debido a que muchas veces el beta de la empresa holding no necesariamente refleja el riesgo sistemático de una empresa individual del mismo holding), se deben desarrollar estimaciones de betas relevantes que sean específicos a la empresa individual. Una propuesta para esto se detalla a continuación:

- Gestione la comparación: Discuta con la alta dirección los tipos de riesgos que tiene la entidad legal específica en relación al rango de firmas para los cuáles los betas son publicados, y seleccione un beta con esta base.

---

<sup>29</sup> Transfer Pricing and Corporate Taxation, King, Elizabeth

- Análisis de Comparabilidad: Identifique Competidores con información pública que sean similares a la compañía que se está evaluando en términos de riesgo sistemático (juicio cualitativo) y utilice los betas de ese competidor.

Cómo se discutió previamente, compañías que son funcionalmente similares pueden obtener divergentes tasas de retorno, márgenes brutos, márgenes operacionales, etc. Sin embargo, compañías con similares riesgos sistemáticos deberían tener similares betas para ser utilizados como comparables.

#### 3.4.3.1.2 Medidas de tasas libre de riesgo y de prima por riesgo

La tasa libre de riesgo es generalmente equiparada con la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano, debido a que el gobierno estadounidense es muy improbable que caiga en posición de default de la deuda.<sup>30</sup>

La prima por riesgo es convencionalmente medida como la diferencia entre la tasa esperada de retorno de un portfollio de mercado y la tasa libre de riesgo. La tasa esperada de retorno de mercado es, a su vez, considerada como la tasa de largo plazo promedio histórica de los retornos de mercado.

---

<sup>30</sup> Nota del autor: Durante el año 2013, disputas políticas entre el partido republicano y demócrata han hecho que el gobierno de Estados Unidos esté muy cerca de no poder cumplir con sus obligaciones de pagos de la deuda debido a la no autorización de elevar el techo fiscal de endeudamiento. Esto podría hacer discutible la consideración de esta tasa como la tasa libre de riesgo internacional

Existe algún espacio para no estar de acuerdo con las tasas antes mencionadas. Por esta razón, haría mucho sentido que las autoridades tributarias pudiesen calcular y publicar estas tasas.

#### 3.4.3.1.3 Valor de mercado del capital

Por la misma razón que los betas para miembros individuales de un grupo económico no pueden ser directamente estimados, el valor del capital para estos mismos miembros no existe de manera confiable. Esto se debe a que se tendrían que hacer distribuciones relativamente arbitrarias de partidas del patrimonio. Sin embargo, las compañías periódicamente requieren valorar sus activos como un todo o de manera individual. Por ejemplo, estas valorizaciones pueden ser necesarias para propósitos de:

- Reportes tributarios (ejemplo, reestructuraciones corporativas con un fin tributario o ventas intercompañías de un miembro del grupo) y
- Reportes financieros (ejemplo, test de deterioro de un *goodwill*).

Dada las dificultades en la valorización del capital de una entidad específica perteneciente a un grupo económico de forma confiable, es importante tomar algunas medidas para reducir los costos de cumplimiento con la autoridad si se utiliza el método del retorno requerido de capital. Una medida razonable a ser considerada es acordar mutuamente con la autoridad una línea base de valorización hecha para un período de años previamente definido, con porcentajes de crecimientos o decrecimientos estimados.

Alternativamente, las autoridades tributarias podrían acordar que, para propósito de precios de transferencia, el capital de un miembro individual de un grupo económico puede ser valorizado tomando como referencia la metodología de valorización por múltiplos (ingreso neto, Ebitda<sup>31</sup>, Flujo de Caja Descontado, entre otras).

En otro ejemplo, las autoridades tributarias podrían establecer una convención que el valor del capital de una subsidiaria operando en un país X que vende exclusivamente a terceras partes será determinado como referencia a la mediana de ratio PER<sup>32</sup> de todas las firmas públicamente transadas operando en el mismo país y en la misma industria.

Las condiciones antes mencionadas pueden ser tratadas con la autoridad tributaria en un acuerdo anticipado de precio, más conocido como APA por su sigla en inglés (*Advance Pricing Arrangements*).

Los APAs apuntan al establecimiento de un pacto entre el contribuyente y la administración tributaria por cierto número de años en los cuales se especifican los futuros criterios a seguir para determinar los precios de transferencia entre las empresas relacionadas. Los “Acuerdos Anticipados de Precios” son un sustituto a los mecanismos tradicionales de naturaleza administrativa, judicial y tratados para

---

<sup>31</sup> Nota del autor: Ebitda se refiere a Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Es también conocido como el Resultado Operacional de una compañía agregándole la Depreciación Financiera

<sup>32</sup> Nota del autor: PER se refiere al Price Earning Ratio y se calcula como el precio de cotización dividido por la utilidad por acción

resolver asuntos sobre precios de transferencia, es voluntario e iniciado formalmente por el contribuyente<sup>33</sup>.

#### 3.4.3.2 Costo de la Deuda

Miembros individuales de un grupo controlado pueden financiarse desde una unidad interna centralizada de tesorería corporativa. Tomando como dadas las condiciones de monto, fecha de vencimiento, obligaciones o covenants, entre otros atributos relacionados a la deuda intercompañía, se puede estimar un costo de deuda de mercado que cumpla con el principio *arm's length* o plena competencia a partir de:

- Estimando la clasificación crediticia de los miembros del grupo (en referencia a ratios financieros designados para medir la capacidad que tendrá la compañía de pagar tanto el principal como los intereses de la deuda).<sup>34</sup>
- Tomado como ejemplo una empresa transada públicamente que tenga similar clasificación de riesgos y que haya emitido deuda pública como bonos corporativos con la misma fecha de vencimiento y cupones.

Lo importante para el cumplimiento del principio *arm's Length* de precio de transferencia es que estas tasas utilizadas sean fácilmente verificables en el mercado.

---

<sup>33</sup> Salcedo Gabrielli Claudio, Los Precios de Transferencia entre Empresas Relacionadas, Editorial legal Publishing

<sup>34</sup> Nota del autor: Generalmente la clasificación de riesgo de crédito es entregada por una compañía independiente del grupo. En el mercado se cuenta con compañías especializadas como Standars&Poor y Fitch entre otras

### 3.4.3.3 Requerimientos de Información

En resumen, para la aplicación del método del retorno requerido de capital para determinar las obligaciones tributarias de un miembro individual de un grupo controlado, y en ausencia de un acuerdo con la autoridad tributaria para simplificar cada uno de los pasos, se necesitaría la siguiente información:

- El Beta estimado de la compañía en análisis, junto con la tasa libre de riesgos y la prima estimada de riesgo de mercado
- El valor de mercado estimado del capital
- La deuda pendiente y los términos en que ésta fue tomada junto con el costo de la deuda bajo un principio arm's length o de plena competencia
- Los créditos, deducciones u otros que tenga la compañía en análisis

### 3.4.4 Modelos Simplificados de División de Utilidades y Joint Ventures

Para casos de propiedad intelectual altamente valorada que está centralizada en una única entidad o compañía, el reparto de los flujos de caja (después de impuestos) combinados de las empresas controladas puede también estar basado en los valores relativos de los activos tangibles e intangibles empleados por un miembro individual del holding o grupo, donde tales valores pueden estar determinados con razonable precisión.

Para efectos de este trabajo de investigación se detallará, a nivel conceptual, el método del Retorno Requerido. Mayor profundización de este método y del

Método de Múltiples comparables (para valorizar sociedad que no transan en mercados accionarios) se podrá encontrar en el siguiente capítulo

### 3.4.5 Método del Flujo de Caja Descontado

#### 3.4.5.1 Concepto

El Flujo de Caja, comúnmente conocido por su sigla en inglés como *Cash Flow*, se compone del conjunto de ingresos y egresos derivados de las operaciones de una compañía en un período determinado. Dicho de otra forma, corresponde a la autofinanciación generada en el período ya que son los flujos disponibles que quedan en la empresa una vez cumplidas sus obligaciones.<sup>35</sup>

#### 3.4.5.2 Flujo de Caja versus beneficio

En valorización de empresas es muy común encontrarse con la disyuntiva de trabajar con beneficios o con flujos de caja. En el primer caso, los beneficios corresponden a las utilidades (pérdidas) devengadas en un período de tiempo los que no necesariamente son transformadas en flujo en el mismo período. Un ejemplo de lo anterior son las ventas generadas en un período de tiempo que se traducen en caja en otro período de tiempo posterior.

En opinión del profesor Fernando Beltrán Bustos<sup>36</sup>, las metodologías que se basan en el cash flow (principalmente, el método del descuento de flujos de cajas) son las más adecuadas para la valorización de empresas, si bien el beneficio también es una medida muy utilizada para la valoración de negocios (método de los

---

<sup>35</sup> Pérez-Cotapos Gerardo, Silva Berta. Valorización de Empresas: La aplicación de una metodología, Ediciones Universitarias de Valparaíso

<sup>36</sup> Fernando Beltrán Bustos, Guía de Valoración de Empresas, Editorial Prentice Hall, 2003

multiplicadores), aunque sea aplicado más habitualmente como método de contraste.

Algunos casos que se pueden dar para analizar esta disyuntiva son situaciones de beneficios positivos (utilidades) con flujos de caja negativos, como en negocios muy intensivos en capital que requieren reposiciones de determinados elementos de inmovilizado cada cierto número de años (ejemplo de esto sería los negocios que requieren altas sumas en reinversiones que afectarán el estado de resultado vía depreciación en un tiempo prolongado, no obstante, como flujo de caja se contabiliza al momento de hacer el desembolso); o, al contrario, beneficios negativos con cash flow positivo, situaciones que se pueden producir en negocios de sectores cíclicos que atraviesan la parte baja del ciclo, en cuyo caso se contraen las provisiones de inversión, y/o en fases de crecimiento donde se generan fondos en el capital circulante.

En cualquiera de los casos enunciados anteriormente, la medida del flujo de caja como elemento de gestión siempre será más completa que la consideración única del beneficio, ya que tiene en cuenta un mayor número de elementos de extrema importancia, que son determinantes muchas veces en la marcha de un negocio (principalmente el costo de oportunidad de colocar los fondos por parte de la entidad que está financiando la operación o las inversiones).

### 3.4.5.3 Principales Tipos de Flujos de Caja

#### 3.4.5.3.1 Flujo de Caja Libre

Son aquellos fondos generados por las operaciones de la empresa, menos (o más según el caso) aquellos fondos necesarios para capital circulante o fondo de maniobra, menos (o más según sea el caso) aquellos fondos necesarios para la compra de inmovilizado (Activos Fijos), normalmente necesario para el desarrollo del negocio.

Diagrama de Flujo Caja Libre

FCL = Beneficio Operacional Neto de Impuesto

+ Depreciaciones

+/- Necesidades de Capital Circulante o Necesidad Operativa de Fondos

+/- Inversiones netas en inmovilizado o Activos Fijos

En otras palabras, el flujo de caja libre, representa los fondos generados por la empresa en un período determinado, que están disponibles para la devolución del endeudamiento financiero, y para remunerar al capital, tanto ajeno, mediante el pago de los intereses correspondientes, como propio, a través del pago de dividendos. **El cash flow libre no tiene en cuenta la forma y la estructura de financiación de la empresa;** es decir, dos empresas con actividades y resultados idénticos en un período de tiempo determinado, una financiada enteramente con

recursos propios, y la otra mediante préstamos tendrán exactamente el mismo cash flow libre<sup>37</sup>.

Es importante destacar que el flujo de caja libre sí considera la remuneración enterada en las arcas fiscales. Esto es independiente de la estructura de financiamiento ya que la empresa tendrá que cancelar sus impuestos independientemente si se endeuda con terceros o con los accionistas. Dicho lo anterior, y cómo se verá más adelante, la estructura de apalancamiento si tiene impacto en el costo total del financiamiento al considerar la variable tributaria debido al impacto que tendrá la tasa de impuestos en la tasa de descuento de los flujos.

La tasa de descuento para este tipo de flujos es la equivalente al costo promedio ponderado de los recursos, más conocida por su sigla in inglés, WACC (weighted average cost of capital).

#### 3.4.5.3.2 Flujo de Caja Disponible para el Accionista

El Flujo de Caja disponible para el accionista es el Flujo de Caja Libre, deducidos (o añadidos) el pago (o cobro) de los intereses y el movimiento neto de la financiación ajena. Son, en definitiva, los fondos disponibles para el pago de dividendos, recompra de acciones, etc.

Diagrama del Flujo de Caja para el Accionista

$$FCAcc = FCL$$

---

<sup>37</sup> Pérez-Cotapos Gerardo, Silva Berta. Valorización de Empresas: La aplicación de una metodología, Ediciones Universitarias de Valparaíso

+/- Resultados financieros (Intereses financieros por inversiones - gastos financieros por deudas)

+/- Movimientos de financiación ajena

El descuento de este tipo de flujos es una medida de valoración útil y de general aceptación. La tasa de descuento aplicable para esta modalidad de flujo de caja ( $K_e$ ) sería la equivalente a la rentabilidad esperada por un inversor, dado un determinado nivel de riesgo relacionado con la inversión. Existen varios métodos para determinar este índice, pero sin duda el más conocido y el de mayor aceptación es el que se conoce comúnmente como el Capital Asset Pricing Model (CAPM).

El CAPM se apoya en una serie de hipótesis, algunas de las más importantes se relacionan a continuación:

- En el mercado existen activos sin riesgo al alcance de cualquier inversor; en este caso la medida que se suele utilizar es la de obligaciones o bonos del estado o papeles del Banco Central
- Las expectativas de todo inversor son homogéneas
- No se consideran los distintos costos debidos a la transacción ni la situación impositiva de los distintos inversores
- Los títulos son perfectamente divisibles, y las operaciones llevadas a cabo por un inversor individual no afectan a los precios

#### 3.4.5.4 El Descuento de Flujos de Caja Libre

De acuerdo con el método del descuento del flujo de caja libre (FCL), el valor de un negocio es igual al valor actual de los FCL que el mismo generará en el futuro para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización o descuento estimada. Esta metodología hace presente cuánto vale un negocio hoy tomando en cuenta los flujos futuros que generará y considerando el costo de oportunidad que tendrán esos flujos. Es importante señalar que parte de los flujos que generará el negocio o la empresa dicen relación con el valor residual del mismo. En este caso, existen varias formas de estimarlo pero conceptualmente se refiere a decir que el negocio no vale “cero” en el último período de evaluación sino que tiene un valor que puede ser estimado en función de un negocio en marcha o de un negocio que liquida sus activos al final del período.

El método del descuento de FCL es especialmente útil para negocios que cumplan con las siguientes características:

- Que formen parte de sectores de carácter cíclico
- Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones y/o estructura (reciente proceso de fusión, nuevo equipo directivo, etc.)
- Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión o expansión económica
- En los que sus gestores utilicen técnicas de creación de valor

- Que experimenten o vayan a producirse cambios previsibles con respecto a la evolución de los últimos años
- Que tengan un plan de inversiones significativo para los próximos años (lanzamiento de nuevos productos, mejoras en la eficiencia de fabricación, aumentos de capacidad productiva, etc.)
- Que contemplen acometer cualquier tipo de proceso de reestructuración
- Que tengan una vida limitada

#### 3.4.5.4.1 Criterio para Descontar los Flujos de Caja:

##### El Valor Actual Neto

La medida que somete a los distintos flujos a un proceso de homogeneización es el VAN o Valor Actual Neto. Es el valor llevado al momento cero, o también entendido como el momento de decisión, de todos los flujos de caja esperados de un proyecto de inversión.

El VAN es la fórmula financiera más comúnmente utilizada para actualizar los distintos tipos de flujos de caja y en consecuencia para la determinación del valor de un negocio. La diferencia principal en la aplicación del Van a los distintos cash flows, estriba en la determinación previa de la tasa de actualización o tasa de descuento adecuada para cada caso.

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{FC}{(1 + td\%)^i}$$

Donde:

$I_0$  = corresponde a la inversión inicial que se tiene que hacer en un proyecto o negocio. De no existir esta inversión se deja en cero.

FC = corresponde al flujo de caja que se descontará, dependiendo si se trate del flujo libre de empresa o del flujo para el accionista.

$Td\%$  = corresponde a la tasa de descuento a utilizar dependiendo del tipo de flujo que se está descontando.

$i$  = corresponde al período de descuento.

### Tasa de Descuento

Dependiendo si estamos descontando los Flujos de Caja Libre de la Empresa o los Flujos de Caja para el Accionista será la tasa de descuento a utilizar. En el primer caso, la tasa de descuento a utilizar corresponde al costo promedio ponderado de los recursos (Wacc) mientras que en el segundo caso la tasa a utilizar es la del costo de oportunidad para el accionista ( $K_e$ ).

$$K_e = RF\% + \beta * (RM\% - RF\%)$$

Donde:

RF %= rentabilidad libre de riesgo. Corresponde a la tasa de interés libre de riesgo. Es la alternativa para el accionista de colocar su inversión en instrumentos que asegurarán una rentabilidad sin riesgos en vez de invertir esos recursos en otra alternativa que sí presente riesgo. Lo más utilizado en el mercado chileno para esta tasa son los papeles del Banco Central de Chile y los Bonos de Tesorería.

Es importante destacar que el tipo de papel que se utilizará en este proceso debe ser consistente con la moneda en la que se están estimando los flujos de caja futuro. De esta forma, si se están proyectando flujos en pesos los papeles a utilizar serían los BCP (Bonos del Banco Central en Pesos), si la proyección es en pesos reales (Unidades de Fomento) los papeles a utilizar podrían ser los BCU (Bonos de Banco Central en UF) o los BTU (Bonos de la Tesorería en UF) mientras que si se está proyectando en USD (dólares norteamericanos) los papeles a utilizar podrían ser los BCD (Bonos del Banco Central en Dólares).

También es importante tener en consideración que los papeles a utilizar para estimar la tasa libre de riesgo deben ser consistente con el plazo al que se está haciendo la proyección. De esta forma se podría ocupar, a modo de ejemplo, el BCU 5 (Bono del Banco Central en UF a 5 años) o el BCP 10 (Bono del Banco Central en pesos a 10 años).

Beta (B) = riesgo relativo del activo con respecto a la media (un nivel de riesgo igual al riesgo medio daría como resultado un factor beta = 1). Es una medida estadística que hace referencia al riesgo sistemático no diversificable. Aunque un inversionista tenga un portfolio de inversión muy diversificado, de todas formas tendrá un riesgo asociado a ese portfolio que estará medido en función de la interrelación entre cada una de las alternativas incluidas en el portfolio (correlaciones y covarianzas).

R<sub>m</sub> = rentabilidad del mercado, que equivale a la rentabilidad media obtenida en una serie histórica de muchos años de una cartera diversificada. Normalmente se

habla de los títulos cotizados en el mercado de valores. En el caso chileno esta rentabilidad puede ser considerada como el indicador histórico del Índice de Precios Selectivo de las Acciones (IPSA).

$$Wacc = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * (1 - T) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

Ke = corresponde al costo de oportunidad de los accionistas.

E = corresponde al valor de mercado de las acciones.

D = corresponde al valor de mercado de la deuda.

Kd = corresponde al costo de la deuda o rentabilidad que los terceros le exigen al financiamiento.

T = corresponde a la tasa impositiva.

### Valor del Negocio

El valor de un negocio por el método del descuento de los Flujos de Caja será el valor actual (VAN) de los flujos de caja proyectados, más el valor del negocio al final del período o valor residual.

### Valor Residual

Habitualmente el valor residual representa una proporción muy significativa del valor total del negocio (en muchos casos más del 50 por ciento), especialmente en países donde las tasas de interés son bajas, lo que hace que se derive en tasas

de descuento bajas. Por este motivo, es de suma importancia pararse a analizar la situación del negocio en el último año del período proyectado, con el propósito de concluir si puede servir de base para estimar el valor residual. Importante será para este cálculo, estimar cuál es la intencionalidad que se le está dando a la valoración del negocio, ya sea el evaluador se encuentre en la posición de comprador o de vendedor. En el primer caso, probablemente el comprador tendrá una mirada más pesimista del negocio en ese período y lo traducirá en otorgar un valor residual menor o una tasa de descuento mayor. Si la mirada es desde el punto de vista del vendedor, probablemente tomará una posición de empresa en marcha y querrá que se calcule el valor residual como flujos perpetuos y/o asignar una tasa de descuento menor asociado a un menor riesgo o incertidumbre de los flujos.

Existen distintas teorías sobre la forma más conveniente de determinar el valor residual; algunas son:

- Valor patrimonial, que considera que el valor residual es el equivalente a los fondos propios (Patrimonio) de la empresa al final del último período proyectado. Es poco utilizado, ya que normalmente se emplea cuando no existen medios para determinarlo de otro modo.
- Valor de liquidación, que se aplica cuando se considera que el negocio no continuará después del período proyectado, o que por la causa que sea (pérdida de una línea importante del negocio, terminación de un contrato que afecta de forma determinante a la vida futura del negocio, etc.) esté previsto que la empresa, a partir de ese momento, no sea viable. En este caso el valor

residual consistiría en el valor patrimonial menos el valor de cierre del negocio o de la empresa

- Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, que consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, que parte, normalmente, del flujo de caja estimado para el período inmediatamente posterior al último proyectado. Este es quizás el método más utilizado para estimar el valor residual. Según el modelo de Gordon, la fórmula sería la siguiente:

$$VR = \frac{FCup * (1 + g\%)}{(td\% - g\%)} * (1 + td\%)^{-n}$$

Donde:

FCup = Flujo de Caja del último período.

G% = tasa de crecimiento estimada para los flujos perpetuos.

Td% = tasa de descuento (Wacc o Ke).

N = último período de proyección.

### El Valor de las Acciones

Existen otros elementos dentro de la organización empresarial que, si bien no tienen un impacto directo sobre el valor del negocio, sí es necesario tenerlos en cuenta para la determinación del valor de las acciones de la compañía y por ende, el valor al que se podrían calcular los valores de compra de una empresa, los valores de venta o los valores de aporte cuando se hacen inversiones en otras compañías cuyo pago se hace con participaciones en otras empresas.

Un esquema de cómo se llega al valor total de la empresa, a partir del valor del negocio, se muestra en la siguiente Tabla:

**Tabla III: Valor de las Acciones**

+ Valor del Negocio	Estimado según método de valorización
Menos Deuda Bancaria	Las acciones se están valorizando libres de deuda
Más Tesorería e Inversiones Temporales	Corresponde a la tesorería que no es necesaria para el desarrollo normal de las operaciones (depósitos bancarios, fondos mutuos, acciones, entre otras)
Más Activos Ociosos	Activos que no están afectos a la actividad normal del negocio. Se deben considerar estos activos a valor razonable o valor de mercado. Ejemplo de estos activos son generalmente terrenos que no están actualmente en uso pero que tienen valor porque a futuro podrían usarse
Menos Fondos de Pensiones	Obligaciones contraídas por la empresa con sus trabajadores por concepto de pensiones, indemnizaciones, entre otros
Más Acciones Propias	Participaciones que son propiedad de la propia empresa y que no están consideradas en la evaluación del negocio
Menos Acciones Preferentes	Derechos que no poseen las acciones ordinarias como por ejemplo percibir un dividendo mayor
= Valor de las Acciones	Para obtener el valor individual de la acción se debería dividir este valor por el total de acciones emitidas

Fuente: Guía de Valoración de Empresas, Sanjurjo, Reinoso

### 3.4.6 Método de Valoración por Aplicación de Múltiplos de compañías comparables

Este tipo de valorización consiste en utilizar ratios aplicados a la compañía que se está valorizando, basándose en los mismos ratios a los cuales otras compañías de similares características cotizan en mercados accionarios.

Este método puede ser utilizado tanto para compañía que cotizan en mercados accionarios como para aquellas empresas que no lo hacen.

La valorización por múltiplos puede ser una buena alternativa para estimar un valor en aquellas empresas en que no se tienen proyecciones económicas ni financieras de mediano ni largo plazo, caso contrario se debería preferir el método de valoración por descuentos de flujos de caja ya que presentan una mayor profundización e involucramientos de variables que inciden en el valor de mercado del negocio (proyecciones, costos de oportunidad específico para la empresa, estructuras de apalancamiento, entre otras). En el caso de la utilización de múltiplos, el éxito o fracaso de la valorización va a estar en directa relación a que ocurra una serie de hechos, como que el negocio tenga resultados y tasas de crecimiento uniformes y necesidades de inversión en capital fijo y capital de trabajo uniformes en el tiempo.

#### 3.4.6.1 Múltiplos de comparables cotizadas en bolsa

El proceso de valorización de compañía por este método puede ser llevado a cabo siguiendo el siguiente procedimiento:

##### 1. Identificación y Selección de Compañías

En esta etapa se deben buscar y seleccionar empresas que sean transadas en el mercado y además que pertenezcan a un sector similar al de la empresa que se está valorizando. En el contexto de precios de transferencia, esta etapa es similar al proceso de búsqueda de comparables recomendado por las Guías de Precio de Transferencia de la OCDE. Incluso, el objetivo que hay detrás de este proceso es equivalente con el de Precios de Transferencia, esto es, buscar comparables que

se ajusten a nuestra empresa objeto de estudio y que requieran los menos ajustes posible.

Encontrar una compañía que sea perfectamente comparable nunca será posible dada las complejidades propias de las compañías y del contexto donde se desenvuelven. No obstante, existen una serie de criterios que pueden ayudar a minimizar los riesgos de equivocarse en la elección de la compañía comparable.

Entre ellos se pueden destacar:

a) Productos o Servicios

En este punto es importante definir los principales atributos del producto y/o servicio que entrega la compañía objeto del estudio para poder buscar un comparable. Atributos como la marca, calidad, especificidad, entre otros serán relevantes a la hora de analizar los comparables.

En el caso que se trate de servicios, la dificultad es mayor ya que habrá un componente subjetivo importante en la definición de los atributos.

b) Segmento de Mercado

El producto y/o servicio tendrá un nicho específico hacia donde se orienten los esfuerzos de comercialización. Este nicho de mercado puede otorgar atributos diferenciadores a la empresa objeto de la valoración y probablemente los resultados asociados a este tipo de empresas, que requieren nichos muy focalizados, serán muy distintos de aquellas compañías que no requieren lo mismo.

#### c) Similitud Sectorial

Para poder tener una mejor aproximación de la empresa (s) que se definirá (n) como comparables es necesario buscar en el mismo sector donde opera la empresa en estudio. Podría ser muy distinta una empresa que se desenvuelve en el sector industrial con una que se desenvuelve en el sector de la consultoría, por citar un ejemplo.

#### d) Modelo de Negocio

Las compañías definidas como posibles comparables pueden estar en un mismo sector e incluso con un producto similar, no obstante una puede tener un modelo de negocio en que es productos y otra puede ser distribuidor. En ambos casos, las empresas enfrentarán distintos riesgos y por ende deberían esperar distintas rentabilidades lo que resultaría en ratios escogidos como múltiplos muy diferentes.

#### e) Estructura del Negocio

Probablemente uno de los factores más complejos de homologar para efectos de estimar si una empresa califica o no como comparable con la empresa objeto de la valoración. Dentro de la estructura se debe analizar la comparabilidad en términos de si la empresa es holding o subsidiaria, el régimen tributario al que está expuesta, si se acoge a algún régimen de franquicia, como está estructurada en términos de estructura de financiamiento (deuda con los accionistas v/s deuda con terceros), entre otros.

#### f) Perspectivas Futuras

En este punto se debe identificar en qué etapa de su ciclo de vida está la empresa objeto de estudio para poder identificar comparables. Lo importante de lo anterior dice relación con la fiabilidad de las perspectivas futuras que incidirán en los ratios que se utilizarán como múltiplos en el proceso de valoración.

Una vez se haya efectuado el “short list” de compañías comparables se deberá proceder con un análisis de los estados financieros de los últimos períodos (idealmente el período de análisis debería abarcar un ciclo bueno y un ciclo malo para minimizar las distorsiones propias de aquellos negocios que son cíclicos), un análisis histórico de la evolución de los precios cotizados en bolsa, informes de analistas, entre otros.

## 2. Cálculo de Múltiplos

Una vez que se tienen seleccionadas las compañías en la etapa anterior, es necesario seleccionar los múltiplos que se van a trabajar durante el proceso de valorización y que concluirán con el valor de mercado que estamos buscando.

Habitualmente, en esta etapa se proceder a realizar los ajustes financieros necesarios para poder aplicar los ratios que servirán para valorizar la compañía y que generen menos distorsiones a los resultados. Estos ajustes deben ser aplicados antes del cálculo de los múltiplos. Los principales ajustes financieros vienen dado por:

### a) Políticas Contables

La forma en cómo se contabilizan ciertas partidas del balance y del estado de resultados es muy relevante a la hora de hacer los ajustes. No es lo mismo comparar empresas que estén acogidas a IFRS (International Financial Reporting Standard), Chilean GAPP (Normas Contables Chilenas Generalmente Aceptadas), US GAAP (Normas Contables Norteamericanas Generalmente Aceptadas) u otro sistema contable.

El impacto que puede tener la política contable en el ratio que se utilizará para el múltiplo puede ser muy distorsionador del indicador final. Ejemplo de esto es la forma como se costean las ventas (FIFO, LIFO, Promedio Ponderado), como se contabilizan las provisiones por indemnizaciones por años de servicio, los gastos anticipados, como se activan los gastos asociados a proyectos de inversión, entre otros.

## b) Activos no operativos

Algunas veces podría ocurrir que la empresa objeto de valoración tiene, en su balance, inversiones en activos que no son utilizados directamente en la actividad de la compañía y que, por lo mismo, no existen en las empresas seleccionadas como comparables. En estos casos, se deberá eliminar dichas inversiones antes de aplicar los múltiplos de valoración y, al valor resultante, sumar el valor de estos activos no operativos para determinar el valor total de la empresa.

## 3. Valoración

En esta etapa se hace la aplicación de los múltiplos a la compañía que está en análisis. Esta etapa no es una fase final en el análisis ya que podrían existir algunas circunstancias que podrían llevar al analista a hacer un nuevo ajuste, adicional al realizado anteriormente, para poder llegar al valor de mercado de la compañía.

Los múltiplos de valoración van a correlacionar el valor de la empresa con determinadas magnitudes financieras, y se aplicarán a los resultados de una compañía para determinar su valor.

Los múltiplos que se utilizan con mayor frecuencia son:

- a) Valor del Negocio (EV) sobre los ingresos
- b) Valor del Negocio (EV) sobre el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, esto último más conocido por su sigla en

inglés EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

c) Valor de la compañía sobre el resultado neto.

#### 3.4.6.2 El Valor del Negocio o Enterprise Value (EV)

Corresponde al valor de las acciones, entendido esto último como el precio de mercado de las acciones, más el valor de la deuda (tanto de corto como de largo plazo) menos la tesorería disponible (caja, bancos, inversiones en depósitos a plazo, fondos mutuos, acciones, entre otras).

La lógica detrás de esta definición corresponde a que el valor del negocio representa la totalidad de la inversión a largo plazo en la compañía de todas las fuentes de financiamiento, tanto propias (patrimonio) como ajenas (deuda).

El hecho de rebajar la tesorería disponible se debe a que ese dinero en caja puede en cualquier momento ser utilizado para abonar la deuda, es decir, son recursos que no quedan en la compañía al momento de ser vendida.

Si estamos hablando de empresas que tienen transacciones en mercados abiertos como bolsas de valores, el valor de las acciones será el valor de mercado de transacción al momento en que se está llevando a cabo la valorización. Si se trata de compañías cerradas que no transan en mercados accionarios o mercados secundarios, el valor del negocio será el resultante de valorar la empresa mediante, por ejemplo, el método de flujos de caja descontado.

Empresas Abiertas al Mercado.

$EV = \text{Cotización Bursátil} * \text{Número de Acciones} + \text{Valor de Mercado de la Deuda} - \text{Tesorería Disponible.}$

Empresas Cerradas al Mercado.

$EV = \text{Valor por Flujo de Caja Descontado (FCD).}$  El flujo de caja a utilizar debe ser el flujo de caja libre de la empresa, esto es, sin considerar la estructura de financiamiento.

#### 3.4.6.3 El Valor de la Compañía

Se refiere al valor patrimonial de la empresa, esto es el valor que representa para sus dueños o accionistas. El valor de la compañía va a ser distinto en su forma de cálculo, dependiendo si estamos hablando de una empresa abierta o si la empresa es cerrada. En el primer caso, el valor de la compañía estará dado por la multiplicación de la cotización bursátil por el número de acciones. Para el caso de una compañía cerrada, el valor estará dado principalmente por el valor del negocio menos el valor de la deuda neta de caja.

#### 3.4.6.4 El Valor del Negocio sobre los Ingresos

Este múltiplo señala cuántas veces los ingresos ordinarios de la operación de la compañía en el último ejercicio se están pagando con el valor del negocio.

Este múltiplo es muy utilizado por los analistas debido a que presenta algunas ventajas, entre otras:

1. Es más confiable que los múltiplos basados en los beneficios o utilidades ya que la información de las ventas es más fiable y fácil de verificar a través, por ejemplo, del certificado de declaración de impuesto a las ventas (IVA) que se paga todos los meses
2. Los beneficios pueden estar más sesgados por diferencias entre las empresas en lo que respecta a sus políticas contables y a sus resultados extraordinarios (resultados en empresas relacionadas, resultados por diferencias de cambio, entre otros)

#### 3.4.6.5 El Valor de la Compañía sobre el Resultado Neto

Probablemente corresponde al método de múltiplo más utilizado y es conocido principalmente por su sigla en inglés PER (Price Earnings Ratio). La ventaja de este método es que relaciona el valor de mercado de una compañía con sus beneficios propios, pudiendo ser una buena medida para determinar la valoración que está haciendo el mercado de la gestión actual y/o proyectos futuros de la compañía.

$PER = \text{Precio por Acción} / \text{Beneficio (Utilidad) por acción.}$

De este modo, el valor por acción = Beneficio (Utilidad) por acción \* PER.

Un PER muy elevado podría concluir que el mercado está sobrevalorando la empresa en análisis dado que sus resultados reales son menores a los que el mercado está internalizando en el precio. Caso contrario, un PER bajo (menor a 1) significa que el mercado podría estar subestimando los resultados actuales o proyectados de la compañía.

Dado lo anterior, es importante revisar que resultados son los que se están considerando en el cálculo; si son resultados del año o promedio de x períodos o si son resultados proyectados. También se debe revisar si se está trabajando con resultados netos o con resultados operativos.

Dada la complejidad de la utilización del método de comparables es importante, para hacer una mejor elección del múltiplo, conocer los elementos clave que inciden o impactan en la cotización de las acciones de las empresas comparables, lo que implica el conocimiento de tres áreas, entre otras: La compañía objeto de valorización, la compañías comparables y el sector en el que se insertan sus operaciones de negocio. Ejemplos de esto último sería la comparación errónea para el caso de Chile, de una empresa del sector industrial minero con una también del sector industrial pero de la salmonicultura.

#### 3.4.6.6 Múltiplos Derivados de Transacciones de Compañías Comparables no Cotizadas

Al igual que en el caso de compañías cotizadas, a partir de información disponible sobre fusiones y adquisiciones de empresas no cotizadas comparables con el objeto de valorización, se puede estimar los múltiplos del precio pagado sobre los resultados históricos.

Algunas de las consideraciones importantes a la hora de tomar múltiplos de transacciones de compañías no cotizadas son:

1. El precio pagado es equivalente con el valor del negocio o con el valor de la compañía. Es importante tener claro si el valor que se canceló por la operación

incluye el efecto de la deuda o apalancamiento. **¿El nuevo comprador mantiene la deuda o no?**

2. Qué porcentaje de participación se está adquiriendo. Se está tomando control de la compañía?, se pagó alguna prima adicional por la toma de control?, si no se está tomando el control cuántos directores y que quórum tendrá el nuevo comprador en el directorio?
3. El comprador está adquiriendo, junto con la compañía, activos o pasivos no operativos?. Si es así, será necesario ajustar el precio pagado para el cálculo de los múltiplos

## 4 APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS RESIDUALES DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADO Y DE MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES A UNA EMPRESA CHILENA

### 4.1 Identificación del ámbito de Acción

El ámbito de acción de este capítulo es la valorización de las acciones de una empresa chilena de forma de poder estimar el valor del costo de adquisición o de aporte al que se podrían transar valores accionarios entre empresas relacionadas y que posteriormente podrían tener un impacto tributario al momento de enajenación de las correspondientes acciones. Al valorizar estas acciones que podrían ser transadas entre empresas relacionadas se podría estar en presencia de un caso de análisis de precio de transferencia por parte de la autoridad tributaria. ***El hecho de incorporar métodos residuales y no tradicionales se debe a que los primeros podrían reflejar de mejor forma el valor de las acciones bajo el principio de plena competencia.***

Para el desarrollo del presente capítulo se escogerá una empresa chilena y se aplicarán los métodos de valoración de Flujos de Caja Descontado y de Múltiplos de Compañías Comparables. El objetivo de este capítulo es implementar la metodología residual de Precios de Transferencia de forma de tener un marco de referencia para que las personas que vean este trabajo puedan guiarse en un proceso de valorización.

La empresa escogida es una sociedad anónima cerrada que pertenece al rubro industrial de producción y distribución de productos de consumo que pueden ser clasificados como básicos para la industria y el cliente final. Por razones que la

información es privada se mantendrá el nombre en reserva, no obstante los datos financieros de balance y las proyecciones de flujos de caja utilizados son reales.

Esta empresa se llamará, para los efectos académicos de este trabajo, Ptransf S.A. y en el proceso de valorización será comparada con tres sociedades anónimas abiertas cuya información es pública y disponible para cualquier usuario que requiera de ella. Ptransf S.A. es una compañía que tiene relacionados en Perú y Brasil y el directorio está pensando en aportar estas acciones, como también las de Perú y Brasil, en la creación de una nueva sociedad. Dado lo anterior, es importante tener una mejor claridad en el valor al que se harán los aportes ante una posible fiscalización de la autoridad tributaria que lleve a iniciar un proceso de tasación de los aportes.

#### 4.2 Identificación de Comparables

Para poder llevar a cabo la identificación de comparables es necesario realizar un análisis de las funciones desempeñadas por la compañía, considerando activos que se utilizan y cuáles son los riesgos que se están asumiendo, por empresas asociadas en operaciones vinculadas y por empresas independientes en operaciones no vinculadas que sean comparables.

El objetivo de hacer este análisis funcional es:

- Seleccionar una metodología de Precios de Transferencia al conocer la naturaleza y característica de las operaciones
- Identificar las actividades económicas significativas que se desempeñan

- Analizar el nivel de comparabilidad que se encuentra en las operaciones vinculadas y no vinculadas cuando se utiliza un método

Para poder realizar una mejor evaluación de lo anteriormente descrito se debe seleccionar una metodología que cumpla con lo siguiente:

- Identificar empresas que lleven a cabo rango de actividades similares
- Organizar la información en cuanto a funciones y riesgos asumidos. Esto se hace a través de una Matriz de Riesgos
- La elección del método se basará en la naturaleza de la actividad, calidad de la información, alcance de las suposiciones, entre otros

Las empresas con las que se comparará Ptransf S.A. son empresas industriales que también llevan a cabo procesos de producción y distribución, asumen riesgos similares, tienen similitud en los procesos que llevan a cabo y son empresas reconocidas en el mercado.

Las empresas seleccionadas para hacer el estudio de valorización de Ptransf S.A. son:

- Compañía Cervecerías Unidas, CCU
- Aguas Andinas
- Gasco S.A.

La Matriz de Riesgos por Función de Ptransf S.A. es la siguiente:

**Tabla IV: Matriz de Riesgos Ptransf S.A.**

MATRIZ DE RIESGO POR FUNCIÓN		RIESGOS				
		MERCADO	CUENTAS POR COBRAR	INVENTARIO	CAMBIARIO	SEGURIDAD Y MEDIO AMBIENTE
FUNCIONES	ADMINISTRACIÓN GENERAL		X			
	MARKETING Y PUBLICIDAD	X				
	COMPRAS (IMPORTACIONES)	X		X	X	
	VENTAS	X				
	PRODUCCION			X		X
	LOGÍSTICA Y ALMACENAJE			X		X

Fuente: Empresa Ptransf S.A.

#### 4.2.1 Descripción de la Matriz de Riesgos por Función Ptransf S.A.

##### Función Administración General

Esta función se refiere a las actividades administrativas propias de una compañía como son consideradas las funciones de Staff. Dentro de ellas destacan las actividades de contabilidad, crédito y cobranza, tesorería, informática, recursos humanos, entre otras. A nivel de esta función se podría destacar que el riesgo principal está en la incobrabilidad de las cuentas por cobrar debido a retrasos y no pago de los clientes. Al ser Ptransf una compañía de tamaño grande, el riesgo en esta función es medio-bajo debido a la posibilidad de condicionar el suministro de productos al pago de los clientes.

##### Función Marketing y Publicidad

El principal riesgo de esta función dice relación con el mercado debido a la posibilidad que los clientes vayan sustituyendo los productos por bienes de menor precio. Dado lo anterior, la inversión en estrategias de desarrollo de mercado es fuerte y se debe estar constantemente midiendo el impacto de la misma en las ventas de la compañía.

### Función Compras (importaciones)

El principal riesgo de esta función dice relación con el mercado donde la empresa se abastece de materias primas y con el reducido número de proveedores que ofertan el producto principal de Ptransf S.A. Asociado a este riesgo se encuentra el relacionado con el inventario (producto llega a Chile vía marítima) y con el tipo de cambio ya que al ser importaciones, una depreciación del peso chileno hará que la materia prima tenga un costo más alto. La empresa se cubre para ambas situaciones mediante la contratación de seguros a la carga y seguros de tipo de cambio (forwards).

### Función Ventas

El principal riesgo de esta función se refiere a la participación de mercado y a la estructura de comercialización de los productos finales. La estructura de comercialización se refiere mayoritariamente a la fijación de precios y márgenes junto con los canales de distribución que se utilizarán para la comercialización de los productos.

### Función Producción

El riesgo asociado a esta función se encuentra en el manejo adecuado del inventario durante el proceso productivo debido a los riesgos para la seguridad de las personas que trabajan en la empresa y eventuales problemas medioambientales. Dado lo anterior son muy relevante las políticas que se han desarrollado para el cuidado de la seguridad y medioambiente como son la implementación de ISO 9.000 e ISO 14.000.

## Función Logística y Almacenaje

El principal riesgo de esta función dice relación, al igual que en el proceso de producción, con el inventario y la seguridad y medio ambiente. A diferencia del proceso anterior, aquí el riesgo se traslada a los lugares de almacenamiento y logística de carga de camiones.

### 4.2.2 Descripción de la Matriz de Riesgos por Función empresas Comparables

#### Compañía Cervecerías Unidas, CCU

**Tabla V: Matriz de Riesgos CCU S.A.**

MATRIZ DE RIESGO POR FUNCIÓN CCU		RIESGOS				
		MERCADO	CUENTAS POR COBRAR	INVENTARIO	CAMBIARIO	SEGURIDAD Y MEDIO AMBIENTE
FUNCIONES	ADMINISTRACIÓN GENERAL		X			
	MARKETING Y PUBLICIDAD	X				
	COMPRAS (IMPORTACIONES)	X		X		
	VENTAS	X	X			
	PRODUCCION			X		X
	LOGÍSTICA Y ALMACENAJE			X		X

Fuente: Análisis propio del autor de su revisión de las memorias

#### Gasco S.A.

**Tabla VI: Matriz de Riesgos Gasco S.A.**

MATRIZ DE RIESGO POR FUNCIÓN GASCO		RIESGOS				
		MERCADO	CUENTAS POR COBRAR	INVENTARIO	CAMBIARIO	SEGURIDAD Y MEDIO AMBIENTE
FUNCIONES	ADMINISTRACIÓN GENERAL		X			
	MARKETING Y PUBLICIDAD	X				
	COMPRAS (IMPORTACIONES)	X		X	X	
	VENTAS	X				
	PRODUCCION			X		X
	LOGÍSTICA Y ALMACENAJE			X		X

Fuente: Análisis propio del autor de su revisión de las memorias

**Tabla VII: Matriz de Riesgos Aguas Andinas S.A.**

MATRIZ DE RIESGO POR FUNCIÓN AGUAS ANDINA		RIESGOS				
		MERCADO	CUENTAS POR COBRAR	INVENTARIO	CAMBIARIO	SEGURIDAD Y MEDIO AMBIENTE
FUNCIONES	ADMINISTRACIÓN GENERAL					
	MARKETING Y PUBLICIDAD					
	COMPRAS (IMPORTACIONES)	X		X		
	VENTAS	X				
	PRODUCCION			X		X
	LOGÍSTICA Y ALMACENAJE			X		X

Fuente: Análisis propio del autor de su revisión de las memorias

Como se puede apreciar, tanto CCU como Gasco y Aguas Andinas presentan una matriz de riesgos asociado a las funciones muy similar. La diferencia viene dada principalmente por el riesgo cambiario que sólo le afecta a Ptransf y a Gasco producto del riesgo asociado al tipo de cambio al momento de cancelar sus importaciones.

También hay diferencia en los riesgos asociados a cuentas por cobrar en Aguas Andinas debido a que ésta tiene una muy baja incobrabilidad por el tipo de producto que entrega. Los clientes no dejarán de cancelar el agua que consumen en sus hogares o empresas por lo que, aunque podrían existir retrasos, el pago se efectuará de igual manera.

### 4.3 Valorización de la empresa Ptransf S.A. por el Método de Flujo de Caja Descontado

#### 4.3.1 Establecimiento de Parámetros Financieros de la Evaluación

Para determinar la valorización de la empresa en forma global y las acciones en forma particular, se debe comenzar a establecer los parámetros financieros de la evaluación, los que permitirán, como base, asumir que la empresa obtendrá su retorno de capital y de deuda requerido. Para la determinación de estos parámetros se debe buscar comparables que puedan cumplir con el principio *arm's length* o de plena competencia.

En el caso del método de flujo de caja descontado, y tal como se indicó en el capítulo anterior, se debe buscar un comparable *arm's length* para los siguientes atributos:

- Beta o medida de riesgo (B)
- Tasa de Costo de Equity o Costo Alternativo del Accionista (Ke)
- Tasa de Costo de la Deuda (Kd)
- Tasa de impuesto que afecta a la empresa en análisis (T)

Para la determinación de algunas de estas variables se utilizará la base de datos pública del Profesor de la Universidad de Nueva York, Aswath Damoradan<sup>38</sup>. Esta base de datos es reconocida a nivel académico entre docentes y profesionales dedicados a las finanzas. La utilización de esta base de datos cumple con el

---

<sup>38</sup> Aswath Damoradan, Profesor de la Stern Business School de la New York University. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

requisito, para efectos de precios de transferencia, de estar publicada por industria o sector.

#### 4.3.1.1 Estimación de Beta Comparable

Al analizar las empresas que serán utilizadas como comparables de Ptransf S.A. se estableció que éstas serían Compañía Cervecerías Unidas, CCU; Gasco S.A. y Aguas Andinas. Para efectos de ubicar estas empresas en la base de datos se trabajará con industria de Bebidas (beverages) en el caso de CCU, Petróleo y Gas (Oil&Gas) en el caso de Gasco y Servicios de Agua (Water Utility) para Aguas Andinas.

La información que entrega la base de datos es la siguiente:

**Tabla VIII: Beta Des apalancado por Industria**

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Average Beta</i>	<i>Market D/E Ratio</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>
Beverage	34	0,88	26,52%	19,14%	0,73
Oil/Gas Distribution	13	0,96	58,30%	13,70%	0,64
Water Utility	11	0,66	81,42%	35,22%	0,43

Fuente: Aswath Damoradan, January 2013

Para efectos de estimar el Beta desapalancado que utilizará PTransf S.A. se calculará un promedio ponderado de los valores antes mencionados:

**Tabla IX: Beta Des apalancado por Industria, Ponderado**

<i>Industry Name</i>	<i>Firms</i>	<i>Average Beta</i>	<i>Market D/E Ratio</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>	<i>Weighted Average</i>	<i>Weighted Average U-Beta</i>
Beverage	34	0,88	26,52%	19,14%	0,73	58,62%	0,43
Oil/Gas Distributio	13	0,96	58,30%	13,70%	0,64	22,41%	0,14
Water Utility	11	0,66	81,42%	35,22%	0,43	18,97%	0,08
	58						0,65

De esta forma, el beta desapalancado a utilizar para el cálculo del costo del equity (Ke) será de 0,65.

Una vez que se ha calculado el Beta desapalancado comparable bajo el principio arm's length se debe volver a apalancar; esto es a considerar el efecto de nuestra estructura de financiamiento (estructura de financiamiento actual de PTransf S.A.) en la medida de riesgo.

Para ello se utiliza la siguiente fórmula:

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - T_C) * D / P)$$

Donde:

BL = Beta apalancado.

Bu = Beta Desapalancado, en este caso el que acabamos de calcular en 0,65.

Tc = Tasa de impuesto corporativa, que en Chile alcanza al 20%.

D / P = Relación Deuda Patrimonio, en este caso la que presenta Ptransf S.A.

Los Estados Financieros de la empresa Ptransf S.A. se pueden ver completos en el Anexo 1 del presente trabajo. Para el cálculo del Beta apalancado se puede apreciar la estructura de financiamiento en el siguiente cuadro:

**Cuadro 1: Estructura Financiamiento Ptransf S.A.**

Estructura de Financiamiento	MM\$	%
Deuda	90.830	46,82%
Patrimonio (incluye interés minoritario)	103.168	53,18%
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	<b>193.998</b>	

La estructura de financiamiento al 31.12.12 de la empresa Ptransf S.A. alcanza a un 46,82% de deuda y a un 53,18% de Patrimonio. La empresa trabaja bajo el supuesto que esta estructura de financiamiento tiende a mantenerse en el tiempo.

Con esta estructura de financiamiento, el beta desapalancado de 0,65 calculado anteriormente, con una tasa de impuestos corporativa de 20% y con la aplicación de la fórmula anteriormente señalada, se puede calcular el nuevo beta apalancado que será utilizado para calcular el costo del equity o costo de oportunidad del accionista.

Tasa de Impuesto Corporativa	20%
<b>Beta Apalancado</b>	<b>1,11</b>

#### 4.3.1.2 Estimación del Costo de Equity o Costo de Oportunidad del Accionista (Ke)

Para calcular el costo de Equity (Ke) se debe recurrir a la metodología de CAPM explicada en el capítulo anterior.

Esta metodología señala que se deben tener en cuenta tres variables para poder hacer la estimación de esta tasa, a saber:

- a) Tasa Libre de Riesgo
- b) Beta Apalancado
- c) Prima por Riesgo
- d) Tasa libre de Riesgo

Generalmente se utiliza la tasa de los bonos del tesoro norteamericano al plazo al cual se están proyectando los flujos. El hecho que la compañía Ptransf S.A. tiene acceso a endeudamiento en el mercado nacional e internacional, ya sea vía préstamos bancarios directos y/o créditos sindicados, la tasa que se utilizará como libre de riesgo será la Daily Treasury Yield Curve Rate.

Los flujos de caja, como se verá más adelante, se están proyectando a 5 años por lo que la tasa que será utilizada será el *Treasury Yield Curve Rate 5Y*.<sup>39</sup>

Esta tasa al 31.12.12 alcanza al 0,72%

#### A. Beta Apalancado

Estimado anteriormente en 1,11

#### B. Prima por Riesgo

Las primas por riesgo calculada por el profesor Aswath Damoradan en Enero del año 2013 se pueden ver en el siguiente cuadro.

---

<sup>39</sup> Tasa obtenida de la página web del U.S. Department Of The Treasury. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2012>

**Cuadro 2: Primas por Riesgo de Mercado en los países de Centro y Sudamérica**

<i>Country</i>	<i>GDP</i>	<i>Long-Term Rating</i>	<i>Adj. Default Spread</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Argentina	446	B3	6,00%	<b>14,80%</b>	9,00%
Belize	1,5	Caa3	10,00%	<b>20,80%</b>	15,00%
Bolivia	24,4	Ba3	3,25%	<b>10,68%</b>	4,88%
Brazil	2476,7	Baa2	1,75%	<b>8,43%</b>	2,63%
Chile	248,6	Aa3	0,70%	<b>6,85%</b>	1,05%
Colombia	331,7	Baa3	2,00%	<b>8,80%</b>	3,00%
Costa Rica	41	Baa3	2,00%	<b>8,80%</b>	3,00%
Ecuador	67	Caa1	7,00%	<b>16,30%</b>	10,50%
El Salvador	23,1	Ba3	3,25%	<b>10,68%</b>	4,88%
Guatemala	46,9	Ba1	2,40%	<b>9,40%</b>	3,60%
Honduras	17,3	B2	5,00%	<b>13,30%</b>	7,50%
Mexico	1155,3	Baa1	1,50%	<b>8,05%</b>	2,25%
Nicaragua	7,3	B3	6,00%	<b>14,80%</b>	9,00%
Panama	30,7	Baa2	1,75%	<b>8,43%</b>	2,63%
Paraguay	23,9	B1	4,00%	<b>11,80%</b>	6,00%
Peru	176,7	Baa2	1,75%	<b>8,43%</b>	2,63%
Uruguay	46,7	Baa3	2,00%	<b>8,80%</b>	3,00%
Venezuela	316,5	B1	4,00%	<b>11,80%</b>	6,00%

Fuente: Aswath Damoradan, New York University, Stern Business School

Del cuadro anterior se puede indicar que la prima por riesgo para el descuento de los flujos alcanzará al 6,85%.

Una vez se tienen calculadas las tres variables bajo un principio de arm's length se debe proceder a calcular el costo de oportunidad del accionista con la siguiente fórmula:

$$Ke = RF\% + \beta * (RM\% - RF\%)$$

Luego el cálculo es como sigue:

$$Ke = 0,72\% + 1,1 * 6,85\%$$

$$Ke = 8,31\%$$

#### 4.3.1.3 Estimación del Costo de la Deuda (KD)

Para cumplir el principio *arm's length* o de plena competencia es importante que las tasas de descuento sean tasas fácilmente verificables en el mercado. Para cumplir con lo anterior se puede hacer de dos maneras, a saber:

- a) Teniendo tasas de referencia directas del mercado. Esto se consigue cotizando créditos con condiciones similares en el mercado, tanto de plazo como de *covenants* u obligaciones de cumplimiento.
- b) Buscando empresas comparables y viendo a qué tasa se está financiando la compañía.

La desventaja de la segunda alternativa es que tomará la tasa de financiamiento de la deuda pero a costo histórico y no a costo de reposición. Lo anterior cobra mayor sentido si la compañía viene con una deuda tomada hace varios años. En caso que la misma tenga una antigüedad no mayor a dos años, podría ser utilizada.

La ventaja de la primera alternativa es que tomará el costo de reposición de esa deuda a valor de hoy, por lo que cumplirá a cabalidad con el principio *arm's length*. La desventaja de esta alternativa es que probablemente no se tendrán a la vista las condiciones actuales de la deuda de la empresa en estudio.

En el caso de Ptransf S.A., y tal como se puede apreciar en el Anexo 1, el monto de la deuda financiera al 31.12.12 (tanto corriente como no corriente) alcanza a MM\$28.023. Por otro lado, la compañía mantiene otros pasivos de deuda en el largo plazo por un total de M\$40.288.

Para cumplir con el principio de plena competencia, para este trabajo se consideró salir al mercado a cotizar créditos tanto en pesos chilenos, unidad de fomento, como dólares para un monto equivalente de deuda y a un plazo de 5 años. Las tasas conseguidas se resumen en el siguiente cuadro<sup>40</sup>:

**Cuadro 3: Cotización de Crédito en el Mercado Financiero**

Banco	Monto	Moneda	Tasa Fija	Fee	Covenants			
					Liquidez	Leverage	Efectivo/Ebitda	Ownership Clause
Banco A	136.622	MUSD	3,50%	0,65%	> 1.25	< 1.2	> 9%	control
Banco A	2.932	M UF	4,14%	0,65%	> 1.25	< 1.2	> 9%	control
Banco A	68.311.000	M\$	6,97%	0,65%	> 1.25	< 1.2	> 9%	control
Banco B	136.622	MUSD	3,50%	0,00%	no	no	> 13%	no
Banco B	2.932	M UF	3,88%	0,00%	no	no	> 13%	no
Banco B	68.311.000	M\$	6,94%	0,00%	no	no	> 13%	no
Banco C	136.622	MUSD	3,80%	0,00%	no	no	> 10%	no
Banco C	2.932	M UF	4,21%	0,00%	no	no	> 10%	no
Banco C	68.311.000	M\$	7,28%	0,00%	no	no	> 10%	no
Banco D	136.622	MUSD	3,63%	0,45%	>1.3	< 1	> 8%	>70%
Banco D	2.932	M UF	4,20%	0,45%	>1.3	< 1	> 8%	>70%
Banco D	68.311.000	M\$	6,96%	0,45%	>1.3	< 1	> 8%	>70%
B.Extranjero	136.622	MUSD	2,13%	0,20%	>1.1	< 0.95	> 10%	control
B.Extranjero	2.932	M UF	2,98%	0,20%	>1.1	< 0.95	> 10%	control

Fuente: Cotización propia del autor en el mercado financiero

Dado que la compañía tiene sus ingresos y costos mayoritariamente en pesos, por política de directorio la deuda financiera se toma en pesos chilenos para no generar un descalce de flujos afectos a variación de tipo de cambio, ya sea en forma directa o a través de un swap de monedas. Con lo anteriormente señalado se trabajará con las cotizaciones en pesos chilenos las que se pueden resumir en el siguiente cuadro:

<sup>40</sup> Nota del Autor: Los nombres de los bancos son ficticios para efectos de este trabajo, no obstante las tasas son reales y cotizadas en el mes de Enero 2013. El Banco Extranjero corresponde a un Banco Norteamericano.

#### Cuadro 4: Resumen Cotización Crédito

Banco	Monto	Moneda	Tasa Fija	Fee	Covenants			
					Liquidez	Leverage	Efectivo/Ebitda	Ownership Clause
Banco A	68.311.000	M\$	6,97%	0,65%	> 1.25	< 1.2	> 9%	control
Banco B	68.311.000	M\$	6,94%	0,00%	no	no	> 13%	no
Banco C	68.311.000	M\$	7,28%	0,00%	no	no	> 10%	no
Banco D	68.311.000	M\$	6,96%	0,45%	>1.3	< 1	> 8%	>70%

Fuente: Cotización propia del autor en el mercado financiero

Del cuadro anterior se podría concluir que la mejor tasa de interés para ser considerada como costo de reposición a valor de mercado de la deuda, sería la tasa en pesos con el Banco B. No obstante, existe una condición de *covenants* que es menos favorable que su más cercano competidor y este es el indicador de Efectivo / Ebitda que mide el porcentaje mínimo que tiene que representar las partidas de caja del balance en relación al Ebitda de la compañía. En este caso, la tasa más baja también tiene un indicador mucho más exigente.

Dado lo anterior se considerará como tasa de la deuda (Kd) la tasa de del Banco D; esto es, un 6,96% de interés anual en pesos.

#### 4.3.1.4 Tasa de Impuesto Corporativa que afecta a la Empresa (T)

Para efecto de la tasa señalada se considerará la tasa de impuesto de primera categoría actualmente vigente en Chile que alcanza al 20%.

#### 4.3.1.5 Estimación del Costo Promedio Ponderado de los Recursos o Costo de Capital (Wacc)

Como se señaló anteriormente para poder estimar la tasa de descuento a la que se traerán los Flujos de Caja Libre de la Empresa a Valor Presente se debe

calcular el costo promedio ponderado de los recursos, más conocido por sus siglas en inglés de Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*).

Para poder calcular la tasa anteriormente descrita se debe contar con parámetros ya calculados para la compañía Ptransf S.A. Estos parámetros son los siguientes:

- Ke o costo de oportunidad del accionista: 8,31%
- Kd o costo de la deuda: 6,96%
- Estructura de Deuda (D): 46,82%
- Estructura de Capital (E): 53,18%
- Tasa de Impuesto Corporativa: 20%

Dado que la tasa de costo de oportunidad fue calculada en dólares ya que reflejaba mejor las tasas libre de riesgo y las primas por riesgo en la base de datos del profesor Aswath Damoradan, y la tasa de costo de la deuda está considerada en pesos dado que los flujos de Ptransf S.A. están en esta moneda, se debe hacer la equivalencia entre ambas tasas. Para ello se calculará un factor de actualización CLP/USD considerando las siguientes inflaciones meta tanto del Banco Central de Chile como de la Reserva Federal de Estados Unidos:

Inflación Largo Plazo Chilena	3,00%
Inflación Largo Plazo USA	2,00%
Factor Corrección Largo Plazo	1,010

Con este factor de actualización se puede calcular el costo de oportunidad para el accionista o Ke en el siguiente valor:

Ke USD =	8,31%
Ke CLP (%) =	8,39%

Una vez realizada esta corrección, se tiene tanto la tasa de la deuda como la de Equity en la misma moneda. Luego se procede a calcular el Wacc con la fórmula ya explicada anteriormente entregando el siguiente resultado:

Wacc =	7,07%
--------	-------

#### 4.3.2 Proyección de los Flujos de Caja Libre de Ptransf S.A.

El flujo de caja proyectado para la compañía Ptransf S.A. fue entregado por ellos mismos y se detalla a continuación:

**Cuadro 5: Flujo de Caja Proyectado Ptransf S.A.**

Flujo de Caja Libre de la Empresa MM\$	2.010	2.011	2.012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Ventas	232.460	272.597	324.259	298.523	299.209	314.012	328.706	338.763
Margen Bruto	95.044	94.689	99.604	99.811	100.041	104.990	109.903	113.266
Gastos Adm y Ventas	- 42.592	- 46.776	- 50.133	- 48.414	- 48.047	- 49.597	- 52.592	- 53.156
EBITDA	52.452	47.913	49.471	51.397	51.994	55.393	57.311	60.110
% ingresos	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	- 10.170	- 10.009	- 11.126	- 10.755	- 11.078	- 11.410	- 11.752	- 12.105
Resultado Operacional	42.282	37.904	38.345	40.642	40.916	43.983	45.559	48.005
Depreciación y Amortización	10.170	10.009	11.126	10.755	11.078	11.410	11.752	12.105
Impuestos sobre Resultado Operac.	- 8.456	- 7.581	- 7.669	- 8.128	- 8.183	- 8.797	- 9.112	- 9.601
Capital de Trabajo	6.263	2.290	12.302	5.620	5.633	5.912	6.188	6.378
Necesidad Operativa de Fondos		8.553	14.592	6.682	13	279	277	189
Inversiones Netas en Inmovilizado	- 10.170	- 10.009	- 11.126	- 10.755	- 11.078	- 11.410	- 11.752	- 12.105
<b>F. Caja Libre Empresa (Previo a V.Residual)</b>	<b>33.826</b>	<b>38.876</b>	<b>16.084</b>	<b>39.195</b>	<b>32.720</b>	<b>34.908</b>	<b>36.171</b>	<b>38.215</b>

Fuente: Ptransf S.A.

Desde el año 2010 hasta el año 2012 corresponde a los números históricos obtenidos por la empresa. A contar del año 2013 los números son estimados en base a las proyecciones propias de la compañía.

Para efectos del principio *arm's length*, tal como lo vimos anteriormente, se tiene que tener parámetros fácilmente comprobables para ser aceptados por la

normativa de precios de transferencia. Los parámetros financieros calculados como las tasas de costo de oportunidad del accionista, costo de la deuda, betas, entre otros se calcularon con información de bases de datos públicas y ampliamente conocidas en el sector financiero. No obstante, para poder validar que estos flujos proyectados cumplen con el principio de plena competencia se tendría que hacer un análisis exhaustivo de cada una de las partidas que componen esta proyección.

En el contexto del presente trabajo, donde el objetivo, entre otros, es entregar y aplicar una metodología para poder valorizar acciones que cumplan el principio *arm's length*, se entenderán como validadas cada una de las partidas que componen el flujo.

#### 4.3.2.1 Estimación del Valor Residual

En la metodología financiera de valorización por método de flujo de caja descontado es aconsejable estimar el valor residual como una perpetuidad, asumiendo el principio de empresa en marcha que tendrá duración infinita. Sin embargo, cuando se tenga la certeza que la compañía tiene una duración finita, como podría ser el caso que haya sido creada para el sólo propósito del cumplimiento de un contrato específico, se recomienda no utilizar la perpetuidad ya que se podría estar aumentando artificialmente el valor de la compañía. En este último caso se sugiere incorporar sólo la recuperación del capital de trabajo ya que, independiente que la empresa no siga más allá de ese tiempo, sí podrá hacer

líquidas las cuentas por cobrar y los inventarios y además tendrá que cancelar a sus proveedores y acreedores. El flujo eventual que quede será del accionista.

Para la compañía Ptransf S.A. se ha estimado el valor residual en el quinto año (último año de la proyección) de la siguiente forma:

- Flujo del último período: MM\$38.215
- Tasa de crecimiento del flujo: 2% (Escenario Conservador)
- Tasa de descuento de los flujos: 7,07% (Wacc)

Con los parámetros antes descritos, el valor residual en el quinto año alcanza a:

$$\begin{aligned} \text{VR } t_5 &= 38.215 * (1+2\%) / (7,07\% - 2\%) \\ \text{VR } t_5 \text{ (MM\$)} &= 769.009 \end{aligned}$$

Como se señaló anteriormente, este monto corresponde al valor residual en el quinto año. Para Valorizar la compañía al 31.12.12 se debe traer ese monto a valor presente de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{VR } t_0 &= 769.009 / ((1+7,07\%)^5) \\ \text{VR } t_0 \text{ (MM\$)} &= 546.536 \end{aligned}$$

Luego el valor residual de la empresa a ser considerado para la valorización será de MM\$546.536.

#### 4.3.3 Valorización de las acciones de Ptransf S.A. según método de Flujo de Caja Libre Descontado.

Según se indicó en la tabla N°X: Valor de las acciones, el proceso para estimar este valor consta de las siguientes etapas:

## A. Valor del Negocio

Estimado como el resultado del valor presente del flujo de caja libre de la empresa más el valor presente del Valor Residual de la misma. En este caso se puede establecer que el valor del negocio de Ptransf S.A. alcanza a:

### **Cuadro 6: Valor del Negocio Ptransf S.A.**

<b>Valorización MM\$</b>	
Wacc	7,07%
Valor Presente Flujo de Caja	148.273
Valor Residual	546.536
<b>Valor del Negocio MM\$</b>	<b>694.809</b>

## B. Deuda Financiera

La Deuda Financiera de la compañía Ptransf, como se puede apreciar en el Anexo 1, corresponde a la deuda financiera de corto plazo, más la deuda financiera de largo plazo, más los otros pasivos de largo plazo que también corresponde a financiamientos. De esta forma, este monto alcanza a MM\$68.311

## C. Tesorería

Este ítem corresponde a la caja disponible en la empresa que puede ser utilizada tanto para pre-pagar la deuda como también para la emisión de dividendos. Es caja que no es necesaria para el desarrollo de la operación y considera depósitos bancarios, fondos mutuos, acciones, entre otras. En el caso de Ptransf S.A. este monto alcanza al 31.12.12 a MM\$5.336

#### D. Valor de las acciones

La compañía Ptransf S.A. tiene emitidas y canceladas 25.000.000 de acciones. De esta forma el valor de mercado de cada una de las acciones bajo el método recién analizado alcanza a \$25.273,34 y se calcula de la siguiente manera:

#### **Cuadro 7: Valor por Acción Ptransf S.A. por Método de Flujo de Caja Descontado**

<b>Valorización</b>	
Wacc	7,07%
Valor Presente Flujo de Caja MM\$	148.273
Valor Residual MM\$	546.536
<b>Valor del Negocio MM\$</b>	<b>694.809</b>
Deuda Financiera Neta de Caja MM\$	62.975
<b>Valor de las Acciones MM\$</b>	<b>631.834</b>
Número de Acciones	25.000.000
<b>Valor por Acción \$</b>	<b>25.273,34</b>

#### 4.4 Valorización de la empresa Ptransf S.A. por el Método de Múltiplos de Empresas Comparables

Para el cálculo del valor de la compañía se debe establecer como primer paso la selección de aquellas entidades que mejor se asemejan a la empresa que se va a testear. Esto se llevó a cabo en las páginas anteriores donde, vía un análisis funcional, se estableció que las compañías que serían utilizadas como comparables serían Aguas Andinas, CCU y Gasco. Estas tres empresas son sociedades anónimas abiertas que transan en la Bolsa de Comercio de Santiago por lo que su información es pública y de libre acceso a cualquier persona que la requiera.

Por otro lado, tanto la sociedad Ptransf S.A. como las sociedades antes mencionadas presentan sus estados financieros bajo norma IFRS (*International Financial Reporting Standards*), lo que hace que se tenga mayor comparabilidad aún en lo referente a políticas contables que podrían afectar las partidas individuales de los estados financieros.

Los múltiplos de valoración deben correlacionar el valor de la empresa con determinadas magnitudes financieras, y se aplicarán a los resultados de la compañía para determinar su valor.

En el caso de la aplicación que se está haciendo en este capítulo de la aplicación de la metodología a la empresa Ptransf S.A., se utilizarán los siguientes múltiplos:

- a) Valor del Negocio sobre el Ebitda, conocido como el indicador EV/Ebitda
- b) Valor del Negocio sobre el Resultado Neto a través del Indicador PER

Tanto los indicadores Ebitda como EV y PER fueron explicados y desarrollados anteriormente.

#### 4.4.1 Aplicación del Método de Múltiplos de Empresas Comparables: El Índice EV/Ebitda

##### 4.4.1.1 Cálculo del Múltiplo EV/Ebitda en empresas comparables

###### Aguas Andinas

Los estados financieros de Aguas Andinas se pueden ver en el Anexo 2. De ellos se puede estimar que el valor de la empresa (EV), medido como el resultado de la multiplicación del precio cotizado de la acción al 31.12.12 por el número de

acciones, más el total de pasivos (deuda) neto de la caja disponible alcanza a M\$3.115.494.760. Luego, se puede apreciar que el Ebitda al 31.12.12 alcanza a M\$255.629.789.

Finalmente se puede calcular el Indicador EV / Ebitda como sigue:

**Cuadro 8: Valor Aguas Andinas S.A. por Método Múltiplo EV/Ebitda**

EV (Enterprise Value) M\$ =	3.115.494.760
EBITDA M\$ =	255.629.789
EV / EBITDA =	12,19

CCU

Los estados financieros de CCU se pueden ver en el Anexo 3. De ellos se puede estimar que el valor de la empresa (EV), medido como el resultado de la multiplicación del precio cotizado de la acción al 31.12.12 por el número de acciones, más el total de pasivos (deuda) neto de la caja disponible alcanza a M\$2.914.404.092. Luego, se puede apreciar que el Ebitda al 31.12.12 alcanza a M\$246.678.547.

Finalmente se puede calcular el Indicador EV / Ebitda como sigue:

**Cuadro 9: Valor CCU S.A. Por Método Múltiplo EV/Ebitda**

EV (Enterprise Value) M\$ =	2.914.404.092
EBITDA M\$ =	246.678.547
EV / EBITDA =	11,81

Gasco

Los estados financieros de Gasco se pueden ver en el Anexo 4. De ellos se puede estimar que el valor de la empresa (EV), medido como el resultado de la

multiplicación del precio cotizado de la acción al 31.12.12 por el número de acciones, más el total de pasivos (deuda) neto de la caja disponible alcanza a M\$1.305.915.351. Luego, se puede apreciar que el Ebitda al 31.12.12 alcanza a M\$227.533.323.

Finalmente se puede calcular el Indicador EV / Ebitda como sigue:

**Cuadro 10: Valor Gasco S.A. Por Método Múltiplo EV/Ebitda**

EV M\$ (Enterprise Value) =	1.305.915.351
EBITDA M\$ =	227.533.323
EV / EBITDA =	5,74

4.4.1.2 Cálculo por el Múltiplo EV/Ebitda de empresa Ptransf S.A.

Para el cálculo del valor de la acción de Ptransf S.A. se calculará la mediana de las empresas comparable y posterior a eso se aplicará el múltiplo resultante a la compañía.

Lo anterior se puede visualizar en el siguiente cuadro:

**Cuadro 11: Valorización Ptransf S.A. por Múltiplo EV/Ebitda**

**Valorización por Múltiplos**

Múltiplo a Utilizar	EV/EBITDA	31.12.12
Aguas Andina	12,19	
CCU	11,81	
Gasco	5,74	
<b>Mediana</b>	<b>11,81</b>	
EBITDA Ptransf S.A. (MM\$)	49.471,00	
<b>Valorización por Múltiplo EV/Ebitda (MM\$)</b>	<b>584.479</b>	

De esta forma, la mediana ocupada es de 11,81 EV/Ebitda. El Ebitda al 31.12.12 de la empresa Ptransf S.A. es de MM\$49.471 por lo que bajo este múltiplo de valorización, el valor de la compañía asciende a MM\$584.479.

Para determinar el valor de las acciones se debe descontar el valor de los pasivos y el resultado es de MM\$498.985. Posteriormente se divide este valor por las 25.000.000 de acciones emitidas y canceladas y se obtiene el valor por cada una de las acciones el que alcanza a \$19.959.

#### **Cuadro 12: Valorización Acción de Ptransf S.A. por Múltiplo EV/Ebitda**

<b>Valorización por Múltiplo EV/Ebitda (MM\$)</b>	<b>584.479</b>
Deuda Total Ptransf S.A. Neta de Caja (MM\$)	85.494
Valor de las Acciones por EV/Ebitda (MM\$)	498.985
<b>Valor por Acción \$</b>	<b>19.959</b>

#### 4.4.2 Aplicación del Método de Múltiplos de Empresas Comparables: El Índice PER

##### 4.4.2.1 Cálculo del Múltiplo PER en empresas comparables

##### Aguas Andinas

Este indicador se mide como el resultado de la cotización bursátil de la empresa en el mercado de valores, dividido por la utilidad por acción. Los estados financieros de Aguas Andinas se pueden ver en el Anexo 2. El valor de cotización bursátil al 31.12.12. fue de \$374,11 por acción y la utilidad por acción (considerando 6.118.965.000 acciones emitidas y pagadas) ascendió a \$19,90. Luego el indicador PER se puede estimar de la siguiente forma:

### Cuadro 13: Cálculo indicador PER para Aguas Andinas S.A.

Aguas Andina		Fuente
Precio al 31.12.12	374,11	Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	19,90	Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>18,80</b>	<b>Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de acciones)	6.118.965	Bolsa de Santiago
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	121.754.502	Análisis Razonado; SVS

### CCU

Este indicador se mide como el resultado de la cotización bursátil de la empresa en el mercado de valores, dividido por la utilidad por acción. Los estados financieros de CCU se pueden ver en el Anexo 3. El valor de cotización bursátil al 31.12.12. fue de \$7.537,8 por acción y la utilidad por acción (considerando 318.503.000 acciones emitidas y pagadas) ascendió a \$389,25. Luego el indicador PER se puede estimar de la siguiente forma:

### Cuadro 14: Cálculo indicador PER para CCU S.A.

CCU		Fuente
Precio al 31.12.12	7.537,80	Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	389,25	Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>19,36</b>	<b>Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de acciones)	318.503	FECU al 31.12.12
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	123.976.900	Análisis Razonado; SVS

### Gasco

Este indicador se mide como el resultado de la cotización bursátil de la empresa en el mercado de valores, dividido por la utilidad por acción. Los estados financieros de Gasco se pueden ver en el Anexo 4. El valor de cotización bursátil al 31.12.12., fue de \$3.900 por acción y la utilidad por acción (considerando 168.000.000 de acciones emitidas y pagadas) ascendió a \$627,65. Luego el indicador PER se puede estimar de la siguiente forma:

### Cuadro 15: Cálculo indicador PER para Gasco S.A.

Gasco		Fuente
Precio al 31.12.12	3.900,00	Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	627,65	Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>6,21</b>	<b>Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de acciones)	168.000	FECU al 31.12.12
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	105.444.690	FECU al 31.12.12

#### 4.4.2.2 Cálculo por el Múltiplo PER de empresa Ptransf S.A.

Para el cálculo del valor de la acción de Ptransf S.A. se calculará la mediana de las empresas comparable y posterior a eso se aplicará el múltiplo resultante a la compañía.

Lo anterior se puede visualizar en el siguiente cuadro:

### Cuadro 16: Valorización Ptransf S.A. por Múltiplo PER

Valorización por Múltiplos		
Múltiplo a Utilizar	PER	31.12.12
Aguas Andina	18,80	
CCU	19,36	
Gasco	6,21	
<b>Mediana</b>	<b>18,80</b>	
Utilidad Ptransf S.A. (MM\$)	29.344,00	
<b>Valorización por Múltiplo PER (MM\$)</b>	<b>551.711</b>	

De esta forma, la mediana ocupada es de 18,8 PER. La utilidad al 31.12.12 de la empresa Ptransf S.A. es de MM\$29.344 por lo que bajo este múltiplo de valorización, el valor de la compañía asciende a MM\$551.711.

Para determinar el valor de las acciones se debe descontar el valor de los pasivos y el resultado es de MM\$466.217. Posteriormente se divide este valor por las 25.000.000 de acciones emitidas y canceladas y se obtiene el valor por cada una de las acciones el que alcanza a \$18.649.

#### Cuadro 17: Valorización Acción de Ptransf S.A. por Múltiplo PER

<b>Valorización por Múltiplo PER (MM\$)</b>	<b>551.711</b>
Deuda Total Ptransf S.A. Neta de Caja (MM\$)	85.494
Valor de las Acciones por PER (MM\$)	466.217
<b>Valor por Acción \$</b>	<b>18.649</b>

#### 4.4.3 Análisis comparado de la valorización de Ptransf S.A.

Los valores entregados por cada uno de los métodos aplicados difieren como se puede apreciar en el siguiente cuadro resumen

#### Cuadro 18: Resumen Valor de la Acción de Ptransf S.A. por los distintos Métodos

<b>RESUMEN VALORIZACION</b>				
<b>Ptransf S.A.</b>	<b>Valor por F.Caja Libre</b>	<b>Valor por EV(Ebitda)</b>	<b>Valor por PER</b>	
Valor del Negocio MM\$	694.809	584.479	551.711	
Valor de las Acciones MM\$	631.834	498.985	466.217	
Número Acciones	25.000.000	25.000.000	25.000.000	
<b>Valor por Acción \$</b>	<b>25.273</b>	<b>19.959</b>	<b>18.649</b>	

Como se puede apreciar el método de flujos de caja descontados presenta el mayor valor de entre los tres métodos. La diferencia entre el valor de \$25.273 y el valor menor de \$18.649 es de un 35,52%. Sin embargo, si se realiza el mismo análisis entre los métodos de valorización por múltiplos, los valores están más cercanos, habiendo una diferencia entre ellos, en términos porcentuales, de un 7%.

Esto se produce principalmente debido a que en el método de flujo de caja descontado existen muchos parámetros que, al no ser abiertos al mercado, éste último no tiene forma de asignarle valor y por ende, este valor lo asume principalmente la compañía bajo sus propios supuestos.

El método de múltiplos, por el contrario, tiene supuestos intrínsecos que le asigna el propio mercado a través del precio de la acción.

Dependiendo de cuál es el objetivo de la valoración de la compañía debería ser el método escogido. El método del flujo de caja tiene la ventaja que considera muchas más variables en el análisis y en la proyección debido a que se hacen las estimaciones partida por partida. Dado lo anterior, este sistema debería ser el método elegido si es que se tienen los antecedentes disponibles en un proceso de “*Due Diligence*” o debida diligencia.

El método de múltiplos es más adecuado en caso que no se tenga mucha información a la vista ya que contiene precios intrínsecos de mercado. Esto último favorece, como se verá más adelante en la conclusión de este trabajo, el principio arm’s length requerido en procesos de análisis de precios de transferencia desde la perspectiva tributaria.

## **5 IMPLICANCIAS TRIBUTARIAS DE LA VALORIZACIÓN DE UNA EMPRESA**

Las implicancias tributarias donde aplica principalmente esta metodología residual dicen relación con procesos de reorganización empresarial como división y/o fusión de sociedades y con valorización de aportes de acciones que posteriormente pueden ser enajenadas produciendo un impacto en la recaudación de tributos.

### **5.1 División de Sociedades**

El artículo 94° de la Ley N°18.046 de 1981, sobre Sociedades Anónimas, define la división de una sociedad anónima como la distribución de su patrimonio entre sí y una o más sociedades anónimas que se constituyan al efecto, correspondiéndoles a los accionistas de la sociedad dividida, la misma proporción en el capital de cada una de las nuevas sociedades que aquella que poseían en la sociedad que se divide.

Doctrinariamente se distinguen tres tipos de división: a) parcial, b) total y c) por absorción.

El artículo citado anteriormente reconoce solamente la división parcial, como la distribución del patrimonio de una sociedad entre sí y una o más sociedades que se constituyen al efecto. De tal forma, la sociedad que se divide no se extingue, subsistiendo con las nuevas sociedades que se crean.

En el caso de una división, sea total o parcial, el patrimonio que debe asignar la sociedad que se divide a las nuevas sociedades es aquel que se determine a la fecha de la división. Para tal efecto es necesario confeccionar un balance de la

sociedad a la fecha de la materialización de la división, lo que reflejará el patrimonio a asignar. Cabe precisar que la división se materializa en la fecha de la escritura pública en la cual consta el acuerdo de división.

El Servicio de Impuestos Internos ha señalado que con la confección de dicho balance a la fecha de la división, se puede determinar el patrimonio neto<sup>41</sup> de la sociedad que se divide para los efectos de poder traspasar tanto parte del patrimonio que le corresponde a las sociedades que nacen de la división, como las utilidades tributables que le pertenecen (FUT).<sup>42</sup>

#### 5.1.1 División de Sociedades: Efectos en el Impuesto sobre la Renta

La división no implica una transferencia de bienes, manteniendo los activos y pasivos que se asignan a las nuevas sociedades la misma situación tributaria que tenían antes de la división.

El Servicio de Impuestos Internos señala que en el caso de división de una sociedad, la distribución que se hace del patrimonio de la sociedad que se divide corresponde a la asignación de cuotas de una universalidad jurídica y, consecuentemente, no existe propiamente una transferencia o transmisión de bienes, sino que se trata de una especificación de derechos preexistentes los cuales, en virtud de la decisión societaria adoptada, quedan radicados en una entidad jurídica independiente. En consecuencia, **el traspaso de los bienes que**

---

<sup>41</sup> Nota del Autor. Se entiende que este patrimonio neto se calcula a partir del balance financiero de la compañía. Se puede consultar los siguientes pronunciamientos del SII: Oficio N°3.385 de 19.11.2009; Oficio N°381 de 03.03.2005; Oficio N°18 0 de 19.01.2005, entre otros.

<sup>42</sup> Oficio del Servicio de Impuestos Internos N°1.301 de 20.04.2000

**se efectúen con motivo de la división de una sociedad, no constituye propiamente un aporte puesto que no hay una enajenación.**

Las acciones que pasan a formar parte del activo de las nuevas sociedades mantienen el mismo valor y fecha de adquisición que tenían en la sociedad dividida, lo que se debe considerar especialmente en la enajenación de dichas acciones con posterioridad a la división.

Dicho lo anterior, en el caso eventual de que una empresa se dividiera, no habría un impacto tributario en ese momento ya que se estarían traspasando activos y pasivos a su mismo valor y el efecto de la valorización no tendría impacto. Al momento de vender las acciones se debería tributar por el exceso de precio entre el valor de venta y el costo tributario de todas las partidas del balance. Aquí si podría haber un impacto dependiendo si se está vendiendo la empresa a un relacionado en el exterior.

En el caso que se esté vendiendo a un relacionado externo a un precio muy bajo, la empresa podría hacer una utilidad pequeña y por ende podría pagar poco impuesto en Chile esperando poder venderla desde el país del relacionado donde eventualmente existiese una diferencia en la tasa de impuestos. En estos casos, no obstante, aplicarían las normas con las que el fisco chileno minimiza el impacto como sería la retención de impuesto adicional.

## 5.2 Fusión de Sociedades

El Artículo 99 de la Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas declara que “la fusión consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones, y a la cual se incorporan la totalidad del patrimonio y accionista de los entes fusionados.

En este caso, la integración de los patrimonios de las sociedades fusionadas se efectúa a través de la “transmisión” o más bien de la reunión a título universal de los patrimonios en la sociedad resultante de la fusión.

Pueden existir dos clases de fusiones: a) fusiones propias o por ley y b) fusiones impropias o por compra.

### 5.2.1 Fusiones Propias o por Ley

El artículo 99 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, distingue dos formas de fusiones propias:

- a) Fusión por Creación: caso en el cual el activo y el pasivo de dos o más sociedades que se disuelven, se aportan a una nueva sociedad que se constituye. En este caso, por un lado, se requiere la extinción de todas las sociedades que intervienen en la fusión y, por otro, la creación de una o más sociedades en las cuáles se incorporarán la totalidad de los patrimonios y accionistas o socios de las sociedades que se disuelven.

b) Fusión por incorporación: cuando una o más sociedades que se disuelven, son absorbidas por una sociedad ya existente, la que adquiere todos sus activos y pasivos. En este caso, se requiere la subsistencia de una de las sociedades que participa en la fusión, quién mantiene su personalidad jurídica y a la cual se incorporarán la totalidad de los patrimonios y accionistas o socios de sociedades que desaparecen.

De las formas de fusión indicadas se desprenden las siguientes características:

- En la fusión se produce la disolución o extinción de, al menos, una de las sociedades fusionadas.
- No hay liquidación de las sociedades que se disuelven, porque con la fusión no se busca la desintegración de las sociedades, sino la conservación de ellas, mediante la integración en la sociedad que se crea o subsiste.
- Se produce la incorporación completa de los accionistas de las sociedades que se disuelven a la sociedad resultante de la fusión. En este caso, la sociedad que se crea o subsiste recibe el patrimonio de la sociedad que desaparece y en contraposición entrega a los accionistas acciones de su propia emisión representativas del valor aportado.

#### 5.2.2 Fusiones Impropias o por Compra

La fusión impropia consiste en que una sociedad adquiere el cien por ciento de los derechos o acciones de otra sociedad, produciéndose la disolución de ésta última por el solo ministerio de la ley.

El Servicio de Impuestos Internos ha señalado que en el caso de la disolución de una sociedad por la reunión del cien por ciento de sus acciones en poder de un solo titular, si bien el título y el modo de adquirir es la ley y no una convención, no es menos cierto que se produce la enajenación, esto es, se origina un traspaso de los activos de la sociedad disuelta al adquirente del cien por ciento de las acciones, traspaso que, atendido que se genera como consecuencia del término de la existencia de la sociedad, asume la forma de una transmisión de bienes y no una transferencia.

### 5.2.3 Fusión de Sociedades: Efectos en el Impuesto sobre la Renta

En relación a los pasivos, éstos mantendrán las mismas condiciones tributarias en las sociedades que se crean o subsiste. No obstante, los efectos tributarios en el caso de los bienes del activo causarán algunas variaciones.

El valor de adquisición de los bienes del activo mantendrán las mismas condiciones tributarias en la sociedad que se crea o subsista, lo que debe estar reflejado claramente en la contabilidad, atendiendo a que serán los únicos valores o montos válidos para la aplicación de las normas tributarias. Cabe considerar en este punto lo dispuesto en el inciso cuarto del artículo 64 del Código Tributario, caso en el cuál si las sociedades que se crean o subsisten no mantienen registrado el valor tributario que tenían los activos y pasivos en la sociedad que desaparece, el Servicio de Impuestos Internos podrá ejercer sus facultades de tasación. Este último punto es importante ya que una compañía podría tener dentro de sus activos, participación en empresas relacionadas que están

valorizadas a un determinado valor que se originó al momento de la compra de esas participaciones. En este caso, el Servicio de Impuestos Internos podría requerir tasar esas participaciones y aquí nace la necesidad de contar con los métodos de valorización descritos en este trabajo. Lo anterior podría cobrar mayor relevancia, a la luz del nuevo artículo 41<sup>E</sup>, en el caso de que la participación sea en una empresa relacionada que se encuentra en un país distinto al de Chile y cuyo monto de aporte podría ser impugnado por el Servicio de Impuestos Internos y fuese necesario valorizar ese aporte.

Lo señalado anteriormente ha sido ratificado por el Servicio de Impuestos Internos en circular N°45 de 2001, el que en su parte pertinente indica: “Las sociedades que se dividen o fusionan pueden traspasar los activos y pasivos a las nuevas sociedades que nacen o subsisten con motivo de tales actos jurídicos, al valor por el cual éstos figuran contabilizados en sus registros contables financieros, pero dicha norma legal (artículo 64 del Código del Trabajo) impone como condición indispensable para que no sea aplicable lo que ella establece que las sociedades que reciben dichos activos y pasivos en sus registros contables deben mantener registrado en forma separada su valor tributario de las referidas partidas, con el fin de que éstas puedan dar cumplimiento a sus obligaciones tributarias respecto de dicho valor, como por ejemplo, para los fines de su revalorización conforme a las normas del artículo 41 de la ley de la renta.

### 5.3 Aporte de Inversión a una empresa relacionada

Otra forma de reorganización empresarial es concurrir al aporte en una emisión de acciones con bienes no monetarios como podría ser el hecho de aportar con acciones de otra sociedad. Esto cobra mucha relevancia si se está aportando con acciones de una empresa relacionada en el exterior que podría tener un impacto tributario al momento de enajenar las acciones de la empresa global en un momento posterior.

Ejemplo ilustrativo de lo anterior sería lo siguiente:

1. Empresa X hace aumento de capital para enfrentar los nuevos proyectos y necesita dinero el que obtendrá del mercado accionario y no del mercado de deuda.
2. La empresa tiene dos socios:
  - a) Socio X1
  - b) Socio X2 siendo éste último relacionado a la Empresa X
3. El socio X1 concurrirá a la emisión de acciones con aporte en dinero efectivo
4. El socio X2 concurrirá a la emisión de acciones aportando acciones que posee en la empresa X3
5. El monto a concurrir por ambos socios, tanto X1 como X2 está especificado en monto

En el ejemplo ilustrativo el socio X2 no concurrirá al aporte con dinero efectivo sino que con acciones de otra empresa por lo que debe valorizar su aporte de la empresa X3. Si este accionista valoriza la empresa X3 con un valor muy alto

producirá que el monto en efectivo de X1 sea mayor y eventualmente podría estar entregando acciones sobrevaloradas con un sentido de planificación tributaria que podría afectar al fisco chileno cuando la empresa X se venda.

En este caso el Servicio de Impuesto Interno debería tasar el aporte que está haciendo X2 en X y para ello debería valorizar las acciones de X3 mediante un mecanismo residual de precio de transferencia.

## 6 CONCLUSIONES

El presente trabajo para optar al grado académico de Magister en Tributación se desarrolló en la temática de Precios de Transferencia. La magnitud de las operaciones internacionales y la intensidad en que éstas se llevan a cabo entre empresas relacionadas, hacen de los métodos de soporte al establecimiento de precios a los que se deben realizar estas transacciones, un ámbito relevante de la tributación internacional y nacional. Chile, antes de la introducción del artículo 41 E de la Ley de Renta, no contaba, a juicio de este autor, con una metodología bien definida y con un sustento en la normativa internacional. La entrada de nuestro país a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OECD en su sigla en inglés) hizo que nuestros estándares metodológicos tuviesen un fuerte apoyo en las Guías de Precios de Transferencia las que sirvieron de base para la creación e implementación del artículo citado.

Los métodos definidos y recomendados por la OECD dicen relación con métodos tradicionales y también con métodos residuales, dejando una ventana abierta a la aplicación de éstos últimos en aquellos casos donde no sea posible, de manera sustentable, la aplicación de los primeros. El artículo 41 E también hace referencia a lo mismo.

Los métodos tradicionales explicados en este trabajo dicen relación con el establecimiento de precios, bajo un principio arm's length o de plena competencia, para todas las transacciones de bienes y/o servicios entre empresas relacionadas que se encuentren en distintas jurisprudencias tributarias de manera de determinar el precio al que se debieron hacer esas transacciones como si las partes fueran

independientes. El objetivo de lo anterior es que la autoridad tributaria debe sentirse plenamente confiada que las bases imponibles sobre las cuales se calculan los impuestos, no están siendo adulteradas por principios que no obedezcan a situaciones de mercado sino que obedezcan a planificaciones para optimizar la carga tributaria de los holdings empresariales con el correspondiente perjuicio fiscal.

No obstante, como ya se explicó, estos métodos son aplicables, mayoritariamente, a aquellas transacciones entre empresas habiendo un espacio para el análisis y la aplicación de las mejores prácticas en los casos en que no haya una transacción entre las empresas relacionadas como puede ser una compra, venta, una maquila, un producción, entre otras sino que haya una valorización de un negocio o empresa en su conjunto que puede ser utilizada para hacer aportes accionarios o para hacer reorganizaciones empresariales.

Este trabajo se concentró en lo último debido, entre otras cosas, a que existe más material bibliográfico con respecto a los métodos tradicionales. Con este desarrollo, aún haciendo mención a los métodos tradicionales, se intentó explicar tanto en forma conceptual como también en forma aplicada una metodología de valorización de acciones que servirá para que el lector de esta actividad formativa equivalente tenga un ejemplo aplicado, a un caso real, de cómo poder valorizar un aporte de acciones.

Los métodos analizados fueron el de descuento de flujos de caja libre de la empresa y el de múltiplos comparados. El primero es más transparente e

informativo ya que se lleva a cabo con la información completa de la compañía que se está analizando, incluyendo los supuestos que hay detrás de cada una de las proyecciones por lo que el trabajo para el fiscalizador estará más enfocado en validar los supuestos con información que sea transparente y de libre acceso como se demostró en el desarrollo del ejemplo aplicado. No obstante, cuando no se tiene información abierta de la sociedad que se está evaluando pareciese ser más difícil validar este método ya que no se cuenta con los antecedentes completos. En este caso, la valorización por múltiplos, a juicio del autor, es más transparente ya que sólo se debe concentrar en buscar los comparables adecuados y luego aplicar los múltiplos a los datos históricos de la empresa que se está analizando, sin necesidad de validar supuestos ni proyecciones.

Lo anterior cobra relevancia, como se pudo apreciar en el ejemplo, cuando se ven los resultados de la valorización. En los casos en que se utilizaron múltiplos, las valorizaciones estuvieron muy similares mientras que cuando se valorizó por flujos de caja descontados, el valor fue bastante diferente.

Para la autoridad tributaria es importante tener una metodología definida para estos casos ya que, como se explicó en las reestructuraciones y aportes, una valorización que no esté validada por la autoridad tributaria y por la empresa, puede incidir de manera muy fuerte a la hora del pago de los impuestos finales cuando se enajenen las acciones. Mientras la empresa se valore más alto, el costo tributario al momento de enajenarse esas acciones también será más alto y por ende la base para el cálculo de los impuestos corporativos será menor y resultará en una menor recaudación tributaria.

Una cosa importante que se agregó con la incorporación de la Declaración Jurada de Precios de Transferencia, es la obligatoriedad de acogerse a un método de precio de transferencia. Luego, resulta razonable dejar la pregunta abierta de en qué momento se debería establecer un método residual para cumplir con la autoridad tributaria. Pareciera ser que la declaración jurada no es el momento para aquello ya que la misma hace referencia a transacciones de bienes y servicios, pero ¿se debe incorporar en la declaración jurada el hecho de que se hará un aporte a una sociedad en acciones de otra que se encuentra en otro país? La respuesta pareciera ser que no, no obstante es bueno estar preparado para argumentar este método de precio de transferencia a la hora de ser sujeto de una revisión del Servicio de Impuestos Internos que incluya una tasación de la operación.

Finalmente, esta Actividad Formativa Equivalente debía aceptar o rechazar la siguiente hipótesis:

*“Los Métodos Residuales de cálculo de Precios de Transferencia servirán, bajo el contexto del artículo 41E de la Ley de la Renta, para realizar valorizaciones de aportes accionarios y de reestructuraciones empresariales internacionales y poder medir de forma cualitativa y cuantitativa los efectos tributarios de estas valorizaciones.”*

Atendido el trabajo desarrollado es posible aceptar la hipótesis señalada.

## 7 BIBLIOGRAFIA

### 7.1 LIBROS

1. Salcedo, C., 2009. Los Precios de Transferencias entre Empresas Relacionadas. Legal Publishing Chile.
2. Rivas, N., 2001. Doble Tributación Internacional. Magril Limitada.
3. Rivas, N., 2000. Planificación tributaria. Magril Limitada.
4. Pérez-Cotapos, G., Silva, B., 2009. Valorización de Empresas: La aplicación de una metodología. Ediciones Universitarias de Valparaíso.
5. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., 2010. Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. Mc Kinsey & Company, Jhon Wiley and Sons Publishing Company.
6. Sanjuajo, M., Reinoso, M., 2003. Guía de Valoración de Empresas. Pearson Educación.
7. King, E., 2008. Transfer Pricing and Corporate Taxation, Problems, Practical Implications and Proposed Solutions. Springer.
8. Wintzer, E., 2003. Transfer Pricing for Multinational Enterprises. An Integrated Approach. Editor GRIN Verlag GmbH, Edición 1, 14/02/2003
9. OECD, 2010. Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations.
10. Fernández, P., 2000. Valoración de Empresas. Editorial Gestión 2000.

## 7.2 ENSAYOS

1. Cruz, J., 1995. Precios de Transferencia-Un Caso de Estudio. Universidad Autónoma Metropolitana, México.

## 7.3 COMPENDIOS

1. Grandes Temas Tributarios, 2011. Legal Publishing.
2. Jaque, J., Ortiz, L., 2012. Compendio de Leyes Tributarias. Centro de Estudios Tributarios Universidad de Chile.

## 7.4 LEYES

1. Ley 20.630, Perfecciona la Legislación Tributaria y Financia la Reforma Educacional, inicio de vigencia 01-Enero.2013
2. Ley 19.506, Modifica el Decreto Ley N°824, sobre Impuesto a la Renta; el Decreto Ley N°825, sobre Impuesto a las Ventas y Servicios; de 1974 el Código Tributario, la Ley Orgánica de Servicio de Impuestos Internos y Otras Normas Legales, inicio vigencia 31-Julio-1997
3. Ley 19.840, Establece Normas Tributarias para que empresas con capital del exterior puedan efectuar inversiones desde Chile en el extranjero, inicio vigencia 23-Noviembre-2002.
4. Ley 18.045, Ley de Mercado de Valores, inicio vigencia 01-Febrero-2012 con fin de vigencia 09-October-2014.
5. Ley 18.046, Ley sobre Sociedades Anónimas, inicio vigencia 01-Febrero-2012 con fin de vigencia 09-October-2014.

## 7.5 PAGINAS WEB

1. <http://www.biobiochile.cl/2012/04/30/presidente-pinera-firma-proyecto-de-ley-que-establece-reforma-tributaria.shtml>
2. Aswath Damoradan, Profesor de la Stern Business School de la New York University. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
3. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2012>

## ANEXO 1

### Estados Financieros Ptransf S.A. (MM\$)

<b>Balance</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>
Caja y Equivalentes	6.799	11.696	5.336
Clientes y Cuentas por Cobrar	16.156	16.966	20.301
Inventarios	6.610	7.756	11.677
Otros	460	2.493	2.843
<b>Activos Corrientes</b>	<b>30.025</b>	<b>38.911</b>	<b>40.157</b>
Propiedades, planta y equipo	106.970	125.108	140.359
Otros no corrientes	1.290	12.437	13.481
<b>Activos no Corrientes</b>	<b>108.260</b>	<b>137.545</b>	<b>153.840</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>138.285</b>	<b>176.456</b>	<b>193.997</b>
Deuda Financiera Corriente	142	1.372	21.039
Cuentas por Pagar	13.983	15.917	19.493
Otros Pasivos	2.980	13.588	3.026
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>17.105</b>	<b>30.877</b>	<b>43.558</b>
Deuda Financiera No Corriente	210	9.363	6.984
Otros Pasivos	19.029	21.485	40.288
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>19.239</b>	<b>30.848</b>	<b>47.272</b>
Total Pasivos	36.344	61.725	90.830
Interés Minoritario	1.953	1.851	6.577
Capital y Reservas	70.547	81.284	71.282
Resultado Acumulado	29.441	31.596	25.309
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>99.988</b>	<b>112.880</b>	<b>96.591</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>138.285</b>	<b>176.456</b>	<b>193.998</b>

Fuente: Información propia empres Ptransf S.A.

<b>Estado de Resultados (\$mm)</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>
Ventas	232.460	272.597	324.259
Margen Bruto	95.044	94.689	99.604
Gastos Adm y Ventas	- 42.592	- 46.776	- 50.133
<b>EBITDA</b>	<b>52.452</b>	<b>47.913</b>	<b>49.471</b>
% ingresos	22,56%	17,58%	15,26%
Depreciación y Amortización	- 10.170	- 10.009	- 11.126
Resultado Operacional	42.282	37.904	38.345
Resultado No Operacional	- 482	- 318	- 1.655
Impuestos	- 7.321	- 6.097	- 7.338
Interés Minoritario	- 1.198	- 234	- 8
<b>Utilidad Neta</b>	<b>33.281</b>	<b>31.255</b>	<b>29.344</b>

Fuente: Información propia empres Ptransf S.A.

## ANEXO 2

### Aguas Andina S.A. (MM\$)

<b>Estados Financieros</b>	<b>31.12.12</b>
Activos Corrientes	
Efectivo y Efectivo Equivalente	35.644.437
Activos Corrientes Totales	121.282.743
Activos No Corrientes	1.424.942.736
<b>Total Activos</b>	<b>1.546.225.479</b>
Deuda Financiera Bancaria Corriente	20.744.471
Pasivos Corrientes Totales	166.752.321
Deuda Financiera Bancaria No Corriente	76.631.833
Pasivos No Corrientes Totales	695.220.880
<b>Total Pasivos</b>	<b>861.973.201</b>
Capital Emitido	155.567.354
Reserva y Otras Partidas	528.684.924
<b>Patrimonio Total</b>	<b>684.252.278</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.546.225.479</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

<b>EBITDA</b>	<b>31.12.12</b>
Ganancia Antes de Impuestos	157.547.648
Resultados por Unidad de Reajuste	- 13.888.896
Diferencias de Cambio	- 26.013
Costos Financieros	- 24.170.380
Ingresos Financieros	8.291.012
Depreciación Plantas, Maquinarias y Equipos	- 48.448.212
Amortización Intangibles	- 3.257.628
<b>EBITDA</b>	<b>255.629.789</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

Aguas Andina	Fuente	
Precio al 31.12.12	374,11	Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	19,90	Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>18,80</b>	<b>Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de	6.118.965	Bolsa de Santiago
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	121.754.502	Análisis Razonado; SVS

### ANEXO 3

#### CCU S.A. (MM\$)

<b>Estados Financieros</b>	<b>31.12.12</b>
Activos Corrientes	
Efectivo y Efectivo Equivalente	102.337.275
Activos Corrientes Totales	495.888.036
Activos No Corrientes	830.559.704
<b>Total Activos</b>	<b>1.326.447.740</b>
Deuda Financiera Bancaria Corriente	54.874.267
Pasivos Corrientes Totales	314.529.616
Deuda Financiera Bancaria No Corriente	209.122.735
Pasivos No Corrientes Totales	301.399.838
<b>Total Pasivos</b>	<b>615.929.454</b>
Capital Emitido	231.019.592
Reserva y Otras Partidas	479.498.694
<b>Patrimonio Total</b>	<b>710.518.286</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.326.447.740</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

<b>EBITDA</b>	<b>31.12.12</b>
Ganancia Antes de Impuestos	161.110.230
Resultados por Unidad de Reajuste	-
Diferencias de Cambio	-
Costos Financieros	-
Ingresos Financieros	7.692.672
Depreciaciones y Amortizaciones	-
<b>EBITDA</b>	<b>246.678.547</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

CCU	Fuente
Precio al 31.12.12	7.537,80 Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	389,25 Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>19,36 Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de a)	318.503 FECU al 31.12.12
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	123.976.900 Análisis Razonado; SVS

## ANEXO 4

### Gasco S.A. (MM\$)

<b>Estados Financieros</b>	<b>31.12.12</b>
Activos Corrientes	M\$
Efectivo y Efectivo Equivalente	58.695.183
Activos Corrientes Totales	215.071.292
Activos No Corrientes	1.241.970.825
<b>Total Activos</b>	<b>1.457.042.117</b>
Deuda Financiera Bancaria Corriente	43.747.475
Pasivos Corrientes Totales	171.143.823
Deuda Financiera Bancaria No Corriente	80.754.729
Pasivos No Corrientes Totales	538.266.711
<b>Total Pasivos</b>	<b>709.410.534</b>
Capital Emitido	136.133.418
Reserva y Otras Partidas	611.498.165
<b>Patrimonio Total</b>	<b>747.631.583</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.457.042.117</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

<b>EBITDA</b>	<b>31.12.12</b>
Ganancia Antes de Impuestos	147.724.858
Resultados por Unidad de Reajuste	- 7.516.121
Diferencias de Cambio	- 464.048
Costos Financieros	- 27.950.197
Ingresos Financieros	3.606.033
Depreciaciones y Amortizaciones	- 40.272.066
<b>EBITDA</b>	<b>227.533.323</b>

Fuente: Elaboración Propia con antecedentes de la FECU presentada a la SVS

Gasco	Fuente
Precio al 31.12.12	3.900,00 Banchile Inversiones
Utilidad por Acción en 12 meses	627,65 Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS
<b>PER</b>	<b>6,21 Cálculo propio a contar de Estados Financieros SVS</b>
Número Acciones Suscritas y Pagadas (miles de)	168.000 FECU al 31.12.12
Utilidad al 31.12.12 (M\$)	105.444.690 FECU al 31.12.12

## **8 VITA**

### **Gerardo Pérez-Cotapos Marín**

Candidato a Magister en Tributación en la Escuela de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, Magister en Gestión mención Contabilidad y Finanzas de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, CFO Executive Program de la University of Chicago, Booth School of Business, Diplomado en Finanzas de la Escuela de Ejecutivos de la Universidad de Chile, Especialización en Preparación y Evaluación de Proyectos y en Gestión de Riesgos Financieros de la Escuela de Economía y Negocios y de la Escuela de Ingeniería Industrial, ambos de la Universidad de Chile respectivamente, Licenciado en Ciencias de la Administración de Empresas de la Universidad Central de Chile.

Actualmente, se desempeña como Gerente de Administración y Finanzas del grupo Sintex-Oxiquim, sociedad anónima abierta transada en el mercado bursátil y con presencia, además de Chile, en Perú, Brasil y China.

En el ámbito académico es profesor, desde el año 2009, de la Escuela de Comercio de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso para sus programas de postgrado y postítulo en las áreas de Evaluación de Proyectos, Gestión de Riesgos Financieros y Control de Gestión a través de Balanced Scorecard (BSC).