

## **ANTECEDENTES PROFESIONALES DE**

### **DON ALEJANDRO ARRÁEZ**

Ha sido:

- Presidente de la Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas.
- Socio Director de Coopers & Lybrand en España, y Director del Departamento de Impuestos de COOPERS & LYBRAND para toda España durante 17 años.
- Jefe del Registro de Rentas y Patrimonios del Ministerio de Hacienda de España.
- Jefe del Departamento de Revisiones contables de Grandes Empresas de dicho Ministerio en 1972 y 1973.
- Desde 1992 ha asumido la valoración de multitud de Empresas españolas. En Multinacionales hizo para el Ministerio de Finanzas Francés la valoración de sus inversiones del mercado de capitales en España; para Henckels de Solingen (Alemania, primera firma mundial de Cuchillería), la valoración de la Empresa adquirida en España, y para Hertz (del Grupo Ford), también la valoración de la Empresa adquirida en España.

En la actualidad es:

- Árbitro de la Corte de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Madrid,
- Miembro del Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España, desde 1974.
- Miembro del Registro Oficial de Auditores de Cuentas, desde su fundación en 1988.
- Miembro del Registro de Economistas Auditores.
- Miembro del Registro de Economistas Asesores Fiscales.
- Miembro del Colegio de Economistas de Madrid.  
Interesa destacar que, con arreglo a la legislación española solamente el Economista es competente para hacer valoraciones de Empresas.
- Miembro de la Comisión de Deontología del Colegio de Economistas de Madrid.
- Abogado del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid desde hace más de 50 años.

**INFORME QUE EMITE “ALEJANDRO ARRÁEZ Y ASOCIADOS, S.A.” SOBRE VALORACIÓN DEL GRUPO DE EMPRESAS “CLARÍN” DE CHILE PARA SER PRESENTADO ANTE EL “CENTRO INTERNACIONAL DE ARREGLO DE DIFERENCIAS RELATIVAS A INVERSIONES” (C.I.A.D.I.) DE WASHINGTON EN EL PROCESO ARBITRAL “VÍCTOR PEY CASADO Y FUNDACIÓN PRESIDENTE ALLENDE vs. REPÚBLICA DE CHILE (CASO CIADI N° ARB/98/2).**

## I. EL MANDATO

Los demandantes en el proceso arbitral nos han solicitado informe de valoración del Grupo Clarín incautado en 11/9/73 para ser presentado ante el CIADI en el proceso arbitral que se tramita contra la República de Chile. Este informe comprenderá la estimación del valor actual de las empresas expropiadas y de los daños derivados de la incautación.

Nuestro informe analizará el Grupo Clarín, integrado por la matriz, Consorcio Publicitario y Periodístico, S.A. (en adelante C.P.P.) y Empresa Periodística Clarín Ltda. (en adelante E.P.C.) como unidad empresarial, sin perjuicio de las cifras que individualmente se utilizan, siempre en orden a la valoración como unidad.

Para poder dar cumplimiento a este mandato, hemos examinado la documentación obrante en el proceso y el sumario completo del proceso penal seguido en Santiago de Chile contra los gestores de EMPRESA PERIODÍSTICA CLARÍN LTDA. por delito tributario y otros documentos que luego se consideran, especialmente los estados financieros de las empresas al 31/XII/72, recibidos en Agosto de 2002.

De la documentación complementaria del proceso se deduce que el demandante excluyó en el acuerdo de sometimiento arbitral la compensación del daño por la expropiación de una Rotativa marca Goss, cuya reivindicación se tramita en el ámbito chileno interno, pero no la indemnización del lucro que pudiera corresponder a tal daño. Esta circunstancia se comenta más adelante.

Nuestro análisis se apoya fundamentalmente en los patrimonios netos contables del Grupo, en cuentas de resultados disponibles y comparación interempresarial.

Debe advertirse, la restricción profesional del actuario que limita sus consideraciones a valorar el Grupo enfocando su contenido patrimonial, tanto material como inmaterial sin entrar a conocer ni opinar sobre valores o daños morales, cuya trascendencia puede ser significativa.

## II. LA INVERSIÓN

### A) NATURALEZA.- ALCANCE DEL INFORME

La inversión realizada en 1.972 por Don Víctor Pey al comprar la totalidad de las acciones de CONSORCIO PUBLICITARIO Y PERIODÍSTICO S.A. (en adelante CPP) a Don Darío Sainte-Marie tiene como causa la sencillamente expresada por el Sr. Pey en su comparecencia ante el CIADI en 29 de Octubre de 2.001, que reflejan su proyecto de mantener una línea editorial en la que ya había colaborado con el fundador del periódico.

Así pues, esta inversión “*se proyecta con una escala de valores que no dependía exclusivamente del lucro*”. Sus proyectos son, por tanto, bien distintos de los que normalmente se plantean en las valoraciones de empresas, limitados siempre a parámetros económicos. Tal son los casos sometidos al CIADI que el demandante cita en su Memoria de 17 de Marzo de 1.999.

La incautación material de los bienes del Grupo Clarín supuso al Sr. Pey la imposibilidad de continuar su proyecto humano reflejado en dicha declaración de 29 de Octubre de 2.001; daño sobre el que el actuario no puede informar por tratarse de valores no sometidos a su especialidad profesional.

B) DEFINICIÓN DE LA INVERSIÓN

El Sr. Pey compra los títulos representativos del capital de una Sociedad. Por tanto, nuestro informe habría de referirse al valor de la Empresa expropiada, no solo al valor de los bienes materiales o inmateriales reflejados en su Balance.

Los documentos facilitados muy recientemente por el Estado demandado permiten enjuiciar la realidad económica y financiera del Grupo, sobre los estados contables al 31 de Diciembre de 1972, toda vez que los referidos al ejercicio económico siguiente carecen, obviamente, de significación. Para mejor lectura de dichos estados financieros se acompañan como documentos básicos A y B los de ambas compañías rehechos, los de EPC por el informante, pues los de esta Empresa resultan confusos y borrosos. Para ello se han manejado los estados ahora incorporados y los que, por duplicado, figuran en el proceso penal y se han obtenido el Balance de Situación y cuenta de resultados que ahora se presentan y que concretan la inversión incautada.

Al enjuiciar la valoración de la Empresa en marcha (on going concern) consideramos que el goodwill o Fondo de Comercio queda absorbido por la capitalización de la renta que se hace al evaluar el lucro cesante de tal forma que si se valorase al fijar el daño, este activo empresarial, no contabilizado, se produciría evidente duplicidad. No obstante, la “cabecera del Periódico” que figura en Balance por el valor simbólico de 1.950 Escudos sí se valorará junto con los demás bienes materiales del Grupo, por tratarse de un bien en el mercado.

C) EXCLUSIÓN DE BIENES

Conforme quedó expresado al comentar el mandato, la exclusión de la Rotativa Goss del daño reclamado no afecta a las conclusiones de este informe, toda vez que según se deduce del Balance al 31/XII/72 de EPC, estaba financiada con fondos de terceros (al parecer la AID garantizada por entidades públicas chilenas), de tal forma que su inclusión o exclusión a los Balances del Grupo no afecta al patrimonio neto o fondos propios del Grupo ni a cualquier otro parámetro utilizado en los diferentes modelos de valoración que en este informe se presentan. Todo ello sin perjuicio de lo que luego se dice en el apartado IV- letra a).

D) DIVISA

El pago de la inversión reivindicada se hizo en UN MILLÓN DOSCIENTOS OCHENTA MIL DÓLARES AMERICANOS pagados en 1972. Ello implica, en todo el planteamiento, trasladar a dicha moneda los

parámetros base de los cálculos y las conclusiones que se alcancen. Por otra parte la demanda se concreta en esta moneda.

E) TIEMPO

Se utilizará el de 29 años, transcurridos prácticamente desde la fecha de la incautación a la presentación de este informe. En su momento se decidirá sobre la situación posterior al 11/9/2002.

**III. DATOS**

Se admiten los siguientes:

A) DE LA INVERSIÓN

Primero.- Fondos Propios Contables Nominales de las Empresas

Los que se deducen de los datos financieros a nuestro alcance como sigue:

1972: Valor patrimonio neto en Libros:

CPP	11.728.430 Escudos
Reservas EPC	<u>29.854.814 Escudos</u>
<u>TOTAL .....</u>	<u>41.583.244 Escudos</u>

Dólares Americanos a 33,75 = 1.232.096 \$

La posibilidad de ajustar este valor contable en el importe de plusvalías tácitas asignables a bienes concretos se hace en el apartado IV, a) de este informe. (Documentos Básicos A y B y Documentos anexos n° 1 y n° 2).

Se observa paralelismo entre la inversión del Sr. Pey y el valor contable del Grupo.

Segundo.- Rentabilidades

a) Las que se deducen de los estados financieros de EPC revisados por la Administración Tributaria chilena, como sigue:

	<u>Provisionales</u>	<u>Ajuste Fiscal</u>	<u>Total</u>	<u>Cambio \$</u>	<u>\$</u>
1970	2.595.407	7.000.000	9.595.407	13,503	710.129
1971	4.466.860	15.402.090	19.868.950	20,285	979.489
1972	3.000.245	22.785.706	25.785.950	33,750	764.028

De estos resúmenes de las cuentas de explotación ajustadas por la Administración Tributaria Chilena se deduce un promedio de beneficios de 817.822 \$ por año, antes de Impuestos.

(Los ajustes fiscales se relacionan en el documento n° 3: Querrela del Servicio de Impuestos Internos).

b) La que se deduce del Balance CPP, como sigue:

No se toman en consideración por su insignificancia, toda vez que la reserva de revaloración no es renta y los producidos por inversiones son, razonablemente los de EPC que en su Balance no tiene ningún beneficio acumulado.

(Deducidos de los documentos Básicos A y B adjuntados).

### Tercero.- Otros parámetros

a) VENTAS

Del Balance de Sumas y Saldos del año 1972 se deducen otros parámetros que van a ser utilizados en los distintos métodos de valoración:

Ventas:

Brutas:	157.069.257
Devoluciones:	<u>25.051.908</u>

132.017.349 : 33,75 \$ = 3.911.625 \$

Estas cifras representan algo más del doble del anterior ejercicio 1.971.

b) EBITDA DEL EJERCICIO 1972

La representación que este parámetro tiene en las estimaciones de Mercado, obliga a tomarlo en consideración, al menos en 1.972, dada su representatividad, para la comparación empresarial que luego se hace:

Beneficio	25.785.950
Depreciación	<u>2.154.737</u>

27.940.687 : 33,75 \$ = 827.872 \$

(Observación: No aparece carga financiera alguna en las cuentas de la EPC, que debe estar incluida en la totalidad de gastos (única

rúbrica aparte consumos. También debe observarse que de los datos a nuestro alcance no se deduce ingreso o cargo extraordinario).

c) BENEFICIO DESPUÉS DE IMPUESTOS DEL EJERCICIO 1972:

Beneficio antes de impuestos....25.785.950  
 Impuesto sobre los beneficios... 6.729.000  
 Beneficio después impuestos 19.056.950

$\frac{19.056.950}{33,75} = 564.650$  Dólares Americanos

(Todas las cifras de ventas, EBITDA y beneficio después de impuestos se deducen del documento básico B y de los documentos anexos 2 y 3).

B) ESTADÍSTICAS

Las siguientes serán utilizadas:

- a) Publicación del Banco de Chile con los cambios de los del Dólar en los años 1970, 1971, 1972 y 1973 y años 1.997 al 2.001 (Documentos anexos n° 4 y 5).
- b) Estadísticas de la evolución del Dólar desde 1973 a 2001: 383 por ciento (Documento anexo n° 6).
- c) Estadísticas de los rendimientos de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos desde 1973 a 2002 = Valor medio 8,25 para dichos años (Documento anexo n° 7).

C) OTRA INFORMACIÓN

- a) Valoraciones de inmuebles y muebles en 1999 en solicitud de restitución de Sucesión del supuesto accionista Emilio González (Documento Anexo n° 8)
- b) Recortes de Prensa sobre precios del mercado inmobiliario en Santiago de Chile (Documento n° 9).
- c) Recortes prensa: Financial Times (Documento Anexo n° 10) Wall Street Journal (Documento Anexo n° 11), sobre parámetros de valores de mercado de Empresas periodísticas.

E) ESTUDIOS

- a) Sobre tipos de interés de inversiones empresariales (Documentos Anexos n° 12 Damodaran New York University, n° 13 Ibbonson Associates, Merrill Lynch y otros)
- b) Sobre comparación interempresarial EBITDA y PER (Documentos Anexos n° 14 Morgan Stanley y n° 15 (Schroder Salomon Smith Barney).
- c) Ejemplo (Documento anexo n° 16 Pearson)

#### IV. VALORACIÓN

Se trata de fijar la cifra necesaria para eliminar los efectos de la incautación de forma que la situación patrimonial de los demandantes sea la que hubiera sido de no haberse producido el evento de que se trata. Por lo tanto ha de comprender el daño (restitución de la inversión) y el lucro (rendimiento esperado razonablemente cierto) no percibido en estos veintinueve años.

Se procederá a valorar separadamente el daño y el lucro cesante.

##### A) DAÑO

###### a) Valor de los bienes expropiados

De las informaciones recibidas se concluye que hay imposibilidad de recibir actualmente los mismos bienes expropiados. Por tanto, se trata de fijar el valor actual de aquellos bienes incautados. Para ello, se utilizará el Documento n° 8 de reclamación de un supuesto accionista que fija, en 1999 el valor de los muebles e inmuebles del Grupo que cita en unos nueve millones de Dólares, valor que parece ha sido aceptado por el Gobierno Chileno.

Esta valoración debe ajustarse comparando, por ejemplo, el valor que se da para el edificio “Galvez” Sede del Diario, en la calle Galvez de Santiago, con su valor actual de mercado: El documento n° 9 da un valor de 1.114 dólares m<sup>2</sup> para una zona alejada del Centro (Zona Tobalaba) de Santiago. Para el edificio Galvez, a 300 metros de la Casa de la Moneda (hoy Palacio Presidencial de la Moneda), es razonable fijar 1.500 dólares por metro cuadrado. La proporción entre este valor (12 millones actual) y el de referencia del documento n° 8, sería de cuatro veces, coma, ocho. Aplicado este parámetro a los nueve millones se tiene como valor de los bienes inmuebles y muebles afectos (que se fija a tanto alzado en el Documento n° 8, en el 40 por ciento del de aquellos) el de 43.200.000 dólares.

A esta cifra debe añadirse el de otros activos (no monetarios) que aparecen en el Balance (biblioteca, equipos transporte, etc.) incluida la cabecera del periódico (el Título “Clarín” tiene honda raigambre en el ámbito periodístico hispanoamericano) que sólo tiene en Balance un valor simbólico. Estimamos razonable que el valor actual de estos elementos del negocio suponga el 10 por ciento de las otras inversiones materiales (terrenos, inmuebles, maquinaria, etc.).

(Como antes se dijo, no se incluye en esta valoración el Fondo de Comercio o goodwill).



En consecuencia se tendría:

Valor actual de bienes del Activo fijo material	43.200.000
Valor actual otros bienes y “cabecera”	<u>4.320.000</u>
<u>Valor actual Grupo Clarín</u>	<u>47.520.000</u>

b) Valor de reposición

Se intenta determinar lo que costaría hoy establecer un periódico de la tirada de Clarín (270.000 copias).

Manejaremos datos a nuestro alcance (periódicos españoles).

Sin ocultar las dificultades y limitaciones de este cálculo consignaremos los siguientes datos:

Periódico A: Tirada	433.000	Inversión	112.520.000 \$
Periódico B: Tirada	317.000	Inversión	80.270.010 \$
Periódico C: Tirada	108.000	Inversión	33.330.000 \$
Periódico D: Tirada	291.000	Inversión	97.450.000 \$
	<u>1.149.000</u>		<u>323.570.000 \$</u>

Promedio por copia 281,61 Dólares.

Este cálculo daría como Coste de Reposición actual del Grupo Clarín (doscientas setenta mil copias) 76.032.000 Dólares Americanos.

Los ejemplos utilizados se refieren a periódicos españoles que consideramos razonablemente comparables con Chile, por cultura, costumbres, etc..

(La comparación con prensa de U.S.A. llevaría a cifras elevadísimas: puede verse el informe de Morgan Stanley de 10 de julio de 2.002 que, de ser requerido, se facilitaría al CIADI).

c) Valores de Mercado

Los parámetros utilizados son VENTAS, EBITDA y PER. Estas valoraciones sobre datos ciertos son las únicas aplicables en el caso presente, en el que son innecesarios cálculos predictivos.

Valor sobre ventas: dos veces.

Valor sobre EBITDA: diez veces.

Valor sobre PER: veinte veces.

Sobre los parámetros expresados resultaría:

Valor sobre ventas:  $3.911.625 \times 2 = 7.823.250$

Valor sobre EBITDA:  $827.872 \times 10 = 8.278.720$

Valor por PER:  $564.650 \times 20 = 11.293.000$

$27.394.970/3 = 9.131.656$  Dólares  $\times 3,83 = 34.974.245$

(Los datos utilizados resultan -EBITDA y PER- de las informaciones periodísticas y análisis profesionales que obran en los Documentos Anexos nº 9, 10, 13, 14, 15)

d) Ejemplos

Se acompaña (Documento Anexo nº 16) el ejemplo que hemos conseguido de transacciones en el sector publicitario que refleja como parámetro usado en la relación precio/ventas el dos.

B) LUCRO

Para evitar los planteamientos ilusorios frecuentes en la cuantificación del lucro se toman a continuación datos fehacientes reflejados en el punto A. segundo del Apartado III de este informe.

La ganancia no percibida es el valor final de una renta de 605.189 dólares (817.822 menos 212.633 de Impuestos de EPC) al 10% durante 29 años, actualizado su valor con el mismo coeficiente de variación del dólar 3,83:  $605.189 \times 148,630 \times 3,83 = 344.505.593$  dólares.

En este cálculo debe comentarse la utilización del tipo de interés aplicado.

La remuneración de una inversión empresarial está compuesta, en teoría, por el rendimiento de una inversión segura más la prima de riesgo de este tipo de inversiones: En el caso presente se toma el del Bono del Tesoro Americano y una prima de riesgo empresarial. Ciertamente que, la tipificación de esta prima como parámetro para determinar el lucro podría ser argüida, pues como su propio nombre indica es de “riesgo” y no sería justo hacer responsable al expropiante de unos rendimientos aleatorios. Sin embargo, en el caso presente (más de ochocientos mil dólares de renta bruta en los años conocidos) para una inversión de un millón doscientos ochenta mil dólares, aunque el valor de la empresa objeto fuera muy superior, debe considerarse probado y cierto que existe una significativa prima empresarial.

Por otra parte, es evidente que los fondos de la rentabilidad de la empresa no son totalmente reinvertidos, sino que una parte puede salir de la empresa y, por tanto, dedicarse a otro tipo de inversiones.

Los datos reflejados en los recortes de prensa (Documentos Anexos nº 9 y 10) reflejan muy poca salida de fondos de las empresas de este sector a sus accionistas. (En España, sólo una de las cuatro grandes empresas editoras de periódicos han pagado dividendo significativo).

El rendimiento de los bonos del Tesoro Americano se fija en un 8,25 por ciento de promedio en los últimos 29 años (Documento Anexo nº 7) y para determinar la prima de riesgo empresarial en este negocio (documentos anexos números 11 y 12) se podría utilizar el 5,5% (Damodaran.New York University). Más conservador que los de Ibbotson y más próximo a los propuestos por Merrill Lynch y otros (pie de página del Documento anexo nº 12)

Sin embargo, en este panorama (riesgo del negocio y riesgo del mercado) y probabilidad de reinversión, se ha tomado como referencia para fijar la prima de la inversión empresarial, contemplada con razonable seguridad un 1,75% en promedio que, sin duda, el Grupo Clarín y el inversor habrían obtenido sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro Americano.

En definitiva el parámetro 10 para el interés de esta inversión empresarial debe considerarse razonable y está soportado por los informes y estudios unidos a este dictamen.

En consecuencia, fijamos en 344.505.593 dólares americanos la indemnización debida en concepto de lucro no percibido por la expropiación de las Empresas del Grupo Clarín; cifra deducida de datos reales que, por tanto, no contiene elemento alguno voluntario.

## V. CONCLUSIONES

De cuanto se deja expresado se concluye:

- A) La reparación al Sr. Pey y causahabientes por el daño de incautación de su inversión en el Grupo periodístico CLARÍN, puede cifrarse en 52.842.081 DÓLARES (cincuenta y dos millones ochocientos cuarenta y dos mil ochenta y un dólares), promedio de los tres valores contemplados en el cuerpo del informe ( $47.520.000 + 76.032.000 + 34.974.245 = 158.526.245 : 3 = 52.842.081$ ).
- B) De esta cifra debe deducirse, en su caso, la indemnización por la expropiación de la rotativa Goss.
- C) La compensación al Sr. Pey y causahabientes por el lucro dejado de percibir hasta el mes de Septiembre de 2002 se fija en 344.505.593 (trescientos cuarenta y cuatro millones quinientos cinco mil quinientos noventa y tres dólares).
- D) Los informantes no pueden cuantificar otros daños.

Madrid, tres de Septiembre de dos mil dos.