

LOS TERCEROS EN CUESTION

Abogados, auditores y financial advisors son vitales en las operaciones de M&A. No acostumbran tocar más billetes que los de sus honorarios, pero con sus análisis son capaces de provocar la caída de más de un deal.

DEFIENDEN A las partes —a una hoy, a la otra mañana—, miran concienzudamente los números —de los pasivos y de los activos— y se empeñan en buscar “agujeros” o artilugios impositivos, según del lado de la operación en que se encuentren, para beneficiar a su cliente. Cualquiera sea el caso, la sentencia de los abogados, o los informes de los auditores o financial advisor, son vitales en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Asegurarle al comprador el control de la compañía aun cuando adquiera una porción minoritaria; advertirlo sobre eventuales pasivos ocultos —sobre todo impositivos—; limitar la responsabilidad futura del vendedor, o aconsejarlo para que diga “la verdad y nada más que la verdad” en el estratégico ítem de “representation and warranties” de los contratos, son algunas de sus tareas.



Carlos Alfaro, del estudio Allende & Brea.



Juan Cambiaso, Mario Carregal, Juan Gallo y Héctor Mairal, socios de Marval O'Farrell y Mairal.

Los abogados, por lo general, entran a tallar cuando las partes vendedora y compradora se disponen a firmar la carta de intención. Aunque a veces ingresan antes y participan de su redacción para evitar que en ella se incluya algo que después no pueda ser cumplido. En algunas situaciones, estos estudios jurídicos trabajan directamente para el banco de inversión, evitando que éste ofrezca a eventuales compradores lo que en verdad no tiene, ya que resulta frecuente que —mandato en mano— el banco de inversión salga a buscar un comprador o un socio sin saber qué tiene en carpeta. “El banco que posee el mandato debe tomar ciertos recaudos legales para no vender humo ni permitir que su imagen quede pegada”, ejemplifica Javier Negri, de Negri, Teijeiro & Incera, estudio para el cual las operaciones de M&A representan el 50 por ciento de la facturación. “Con siete años de vida llevamos

realizadas 46 operaciones. Muchas más de ‘A’ que de ‘M’”, agrega Negri, ex abogado del estudio Klein & Mairal.

■ MAS QUE AMIGOS. Si bien las relaciones entre los estudios de abogados y los bancos de inversión se dan de manera bastante aleatoria, la compañía de Negri está “bastante cerca, aunque no casada” con Infupa, el banco de inversión pilotado por Manuel Solanet. Es que en este mercado hay más contacto personal que relaciones institucionalizadas. Se sabe, por ejemplo, que J. P. Morgan trabaja mucho con Cárdenas, Cassagne y Asociados; que C. S. First Boston lo hace con Pérez Alati, Grondona Benites, Arntsen & Martínez de Hoz (h), y que Quatrini-Laprida es el estudio del Exxel Group. La competencia es cruel y es mucha, pero nadie desconoce que el negocio está por encima de todo, y que si bien un día se está del lado del comprador, al año siguiente los estudios pueden volver a en-

contrarse, en este caso, en veredas enfrentadas. “A pesar del profesionalismo, todavía hay mucho de amiguismo”, asegura Fernando Muñoz de Toro, del estudio Muñoz de Toro & Muñoz de Toro, uno de los más activos, ya que sus operaciones en el mercado de M&A representan el 40 por ciento de su facturación, seguidas por las de mercado de capitales, que aportan un porcentaje similar.

Con matrícula argentina, estadounidense y española —y más historia que muchos de sus colegas en lo que hace a capital markets y corporate finance—, Muñoz de Toro tiene algunos puntos a su favor. Uno de ellos es haber vuelto a la Argentina en 1991 proveniente de uno de los estudios de abogados más grandes de Nueva York, y con varias operaciones en su haber, como las entradas a la bolsa de la mexicana Cemex y la venezolana Sivensa, entre otras.

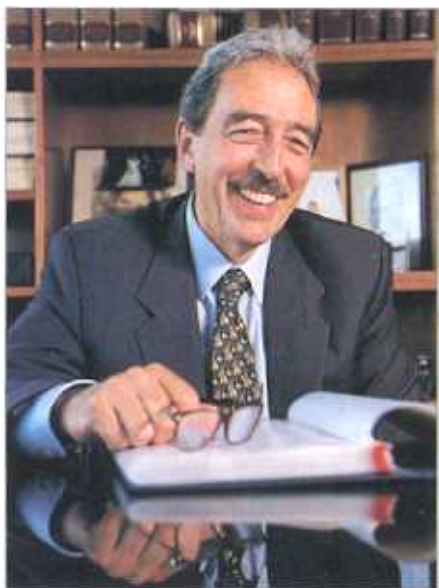
Con ese background abrió una boutique de mercado de capitales, y, a través de ella, comenzó a entrar en otras áreas. Hoy encabeza un estudio de 18 abogados, y tiene como clientes al fondo Newbridge y todo lo relacionado con sus empresas; a Comercial del Plata; Bunge y Born; el grupo Camuzzi; Sideco; Socma e IRSA, entre otros.

Consciente de que muchas operaciones se definen cerca de Wall Street, se asoció con un abogado de los Estados Unidos para seguir de cerca esos asuntos. Y, si bien aún no hizo pie, analiza un posible acuerdo en Brasil con un estudio “muy parecido al nuestro, con una cultura muy americana”, describe.

En ese mismo camino se encuentra el estudio Marval O’Farrell y Mairal que —luego de conformar una alianza estratégica con la firma española Uría & Menéndez— está terminando la fusión con su par brasileño Demarest e Almeida, y analiza los pasos a seguir con algunos estudios chilenos. Desde la firma, Juan Gallo explica que la idea es conformar una red latinoamericana de contactos estables en la región. Podría decirse que Allende & Brea, estudio que tuvo una hiperactiva participación en los deals que involucraron a compañías de seguros en los últimos años —representó a Metropolitan Life Insurance y New York Life Insurance Co., entre otros—, está unos cuantos pasos más allá. Desde 1974 mantiene una oficina en los Estados Unidos, y Carlos Alfaro está al fren-

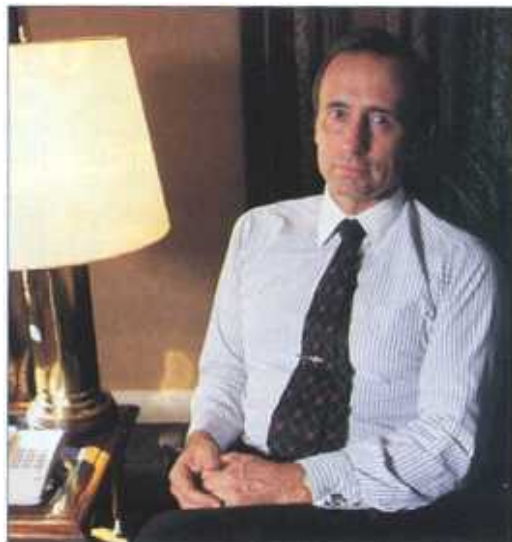
te de ella desde 1982, cuando la apertura económica y el interés por la Argentina eran dos ideas bastante locas. “Estar en Nueva York es una gran ventaja para los inversores internacionales, y también para los locales. Conocemos el mercado, sabemos cómo hay que moverse. Después de tantos años, somos uno más en el american market”, explica Alfaro, también titular de la Cámara de Comercio Argentino-Americana. En Brasil, el estudio se alió a su par Tozzini & Freire para estar bien cerca de la cocina de los grandes deals del Mercosur.

■ **PRECIO POR HORA.** En materia de honorarios, las reglas son bastante claras: los estudios cobran por cantidad de horas trabajadas —una Junior ronda los US\$ 100, y una Senior, los 300—; otros establecen una cifra fija (en inglés, “cup”), un trato que otros ni por broma cerrarían. Más allá de cuál sea el arreglo, lo cierto es que la variación de los honorarios depende del rol que tenga el abogado en la operación —si representa al comprador o al vendedor— y de la presencia de le-



Damián Béccar Varela, de B.V. y Asociados.

trados del exterior. En ciertas operaciones que involucran legislación estadounidense, la gente del estudio Muñoz de Toro, por ejemplo, se hace cargo tanto del papelerío local como del de Nueva York. De ese modo, logran subir el fee



Javier Negri, del estudio Negri, Teijeiro & Incera.

del abogado argentino, bajan el del extranjero, y el cliente consigue igual calidad de trabajo a un precio inferior.

Los especialistas coinciden en que “es más lucrativo estar del lado del que compra que del que vende”, según dice Juan Cambiaso, de Marval O’Farrell, porque es el primero el que propone los contratos y demanda más horas de trabajo. La compra de Alpargatas por parte de Newbridge le demandó a un estudio local 1.000 horas de trabajo, y le reportó una facturación cercana a los US\$ 300.000, más los gastos.

El principal desafío de representar al comprador es la forma en que se redactará el contrato de compraventa. Claro que, básicamente, todos estos acuerdos presentan una estructura similar: una primera parte, en la que consta quiénes compran y quiénes venden; la operación de compra en sí —qué se compra, a qué precio y cómo se paga—, y el trascendental y larguísimo capítulo de representations and warranties. En el ítem “liabilities and indemnities” se deja constancia de cuáles serían las sanciones si las declaraciones anteriores resultaran falsas. En otras palabras, si los datos sobre el estado de la empresa adquirida son incorrectos, cuando el comprador toma posesión de la compañía tiene derecho a recuperar parte del precio. La cláusula de solución de controversias es otro tema fundamental que, de no estar bien estudiado, puede hacer perder un litigio.

■ **INEXPERTOS O AVEZADOS.** “Los fondos y las multinacionales tienen toda

una gimnasia, saben qué es pedir dinero prestado, cómo resistir un due diligence, sus carpetas con material de promoción institucional rondan los escritorios de los principales bancos. En cambio, para las empresas argentinas —explica Damián Béccar Varela, del estudio Béccar Varela y Asociados—, que escasamente acceden al crédito, esa operación será la experiencia de su vida. No han tenido otra antes, y difícilmente tengan otra después. Con ella desaparecen del mercado.” En ese tipo de operaciones, en que las partes viven en mundos distintos, el abogado “adquiere un rol adicional”, según la óptica de Héctor Mairal, de Marval O’Farrell & Mairal. “Tiene que ser una especie de traductor, de intérprete entre habitantes de dos planetas”, agrega su socio Mario Carreral. La palabra de los abogados pesa. Porque aun cuando no negocien el precio, sí pueden hacerlo variar de acuerdo con los términos jurídicos en que esté planteada la operación. Es más: hasta pueden hacer caer toda la transacción, mal que les pese a los bancos de inversión o a cualquier otro intermediario. Es que a veces, por más que los precios sean convenientes, las empresas esconden problemas muy difíciles de resolver una vez que se levantó la persiana. “Las brands que tenía eran compartidas con terceros, y nada le aseguraba al cliente que sus esfuerzos por levantarlas estuvieran en consonancia con las ganancias”, recuerda Negri.

El rigor es la regla de oro de todos estos profesionales. En los últimos dos años, Miguel Angel Arrigoni, a cargo de Ernst & Young Financial Advisor (FAS), analizó más de 25 bancos y sólo cinco pasaron sus tests. “La mayoría de las veces hice caer operaciones”, afirma tajante Arrigoni, quien participó en 23 de los 27 take-overs producidos por la crisis del “tequila” con servicios de M&A y due diligence. Por otro lado, como financial advisor participó en los principales megadeals del sistema bancario argentino entre 1996 y 1997. Sus fuertes son la valuación del negocio y la estructuración de la operación. Analizar dentro de qué forma jurídica se enmarcará la compra para tener las mejores opciones para vendedor. Una experiencia que echa luz sobre la

importancia de la minuciosidad de los análisis es la venta del Credit Lyonnais al grupo chileno Luksic. Al analizar los libros de la entidad bancaria se encontraron reformas importantes realizadas en las sucursales; luego de in-



Fernando Muñoz de Toro, experto en M&A.

vestigar se descubrió que los inmuebles eran de terceros, y que esas inversiones habían sido erróneamente tratadas en los balances. “Eso cambiaba el régimen de amortización y los valores de los activos”, precisa Arrigoni.

La diferencia en los números fue de U\$S 5 millones, pero mayor fue la inci-

libros, es decir a U\$S 94 millones— se terminó transando en U\$S 75 millones.

■ **AUDITORES POLIFACETICOS.** Otra de las patas de cualquier operación de M&A son los auditores, verdaderos hacendados o destructores de un balance. Suministrar una cobertura mayor a la del mero trabajo de auditoría le permitió a Price Waterhouse ingresar, en 1997, a la lista de los “25 leading investment banks” anualmente suministrada por Securities Data Company (SDC), algo así como “la Biblia” de las M&A.

“Es que PW no sólo se hace cargo de la auditoría contable, impositiva y previsional sino también de relevar información crítica para un potencial comprador. Desde qué equipos de computación se usan hasta cómo se manejan los temas ambientales”, comenta Marcelo Pfaff, partner a cargo del área de Corporate Finance de Price. Con el mandato bajo el brazo, la gente de Price se encarga también de negociar el precio, acordar las condiciones de la operación e incluso de la redacción de los contratos. Así fue como hace poco asistió en todas las etapas de la negociación y valuación a Librerías Yeni en su proceso de venta al grupo Gruneisen, y trabajó con Polaroid en la compra de su distribuidor local Jablonka. Javier Negri explica el conflicto latente entre los estudios de abogados y la ampliación de funciones de los auditores:

“El trabajo de un auditor es mostrar el balance para que la empresa sea lo más transparente posible, mientras que el del abogado es tratar de resolver los problemas de la compañía en reserva, confidencialmente, para que nadie se entere de las complicaciones”. La gente de Price admite: “El grado de avance que tienen los estudios es mayor que el nuestro. Nosotros comenzamos con algunas incursiones en el negocio, pero ellos siguen siendo un player dominante”, señala Pfaff. Es apenas una de las señales de la dura puja en el rubro.

Conflictos se presentan en todos lados, aunque las partes sean de la misma cepa. En otros países, al externo se lo ve como alguien necesario y útil. Pero el gerente de asuntos legales argentino lo ve como un competidor, y lo considera innecesario. Una cuestión cultural. ■

Silvina Scheiner



Marcelo Pfaff y Miguel Eiranova, ejecutivos de Price Waterhouse.

dencia sobre las demás relaciones técnicas. “Tras la sorpresa inicial, MBA y Credit Lyonnais reconocieron el problema; entre todos pudimos resolver el asunto y llegar al acuerdo”, rememora. Finalmente, el banco —que iba a ser vendido según el valor que figura en los